

# **ANÁLISIS DEL PAPEL DE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA PRIMARIOS COMO FUENTES DE FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS**

## **ANALYSIS OF THE ROLE OF FIXED INCOME PRIMARY MARKETS AS FINANCIAL SOURCE FOR SPANISH COMPANIES**

Mar LÓPEZ PORTOLÉS

Universidad Politécnica de Valencia, Facultad de Administración y Dirección de Empresas. Spain.

Email: [malpepo1@epsa.upv.es](mailto:malpepo1@epsa.upv.es)

### **Resumen:**

Este artículo analiza la financiación de las empresas españolas en los mercados de renta fija, especialmente en los mercados nacionales. En primer lugar, se describen los mercados AIAF y MARF. Seguidamente se enumeran las características de los activos financieros admitidos a cotización, para pasar a continuación a analizar el volumen de las emisiones, el saldo vivo y, muy especialmente, la naturaleza de los emisores. La principal conclusión es que es el Estado español el primer beneficiario de la renta fija como fuente de financiación por volumen emitido. En el ámbito privado, las sociedades financieras copan las emisiones de renta fija en todos los ámbitos, tanto a largo corto plazo como a largo plazo; en los mercados nacionales y en los extranjeros.

**Palabras clave:** Mercado primario, renta fija, fuentes de financiación

**Abstract:**

This paper studies the recourse of the Spanish corporations to the fixed income markets as a funding source. Special interest is devoted to the Spanish fixed income markets: AIAF and MARF. The characteristics of the financial assets traded in the markets are described. Then, the volume issued, the outstanding amount and the nature of the issuers are analyzed. The main conclusion is that the State plays a predominant role in the fixed income market, as the main issuer. Regarding private companies, financial institutions dominate the market at all levels, both in the short-term and the long-term; in the national and the international sphere.

**Keywords:** Primary market, fixed income, funding source

**JEL:** G15, G23

## 1. INTRODUCCIÓN

El papel principal del sistema financiero consiste en canalizar el flujo de dinero desde los agentes económicos ahorradores hacia aquellos agentes necesitados de financiación para acometer inversiones. Esta tarea puede llevarse a cabo por intermediarios financieros, como pueden ser bancos y cajas de ahorro o fondos de inversión. Pero las empresas también pueden apelar directamente a los ahorradores a través de los mercados financieros, emitiendo renta variable o renta fija (Varó, 2013, Carvajal Hoyos y De la Torre Muñoz, 2014). Qué canales estén disponibles para las empresas y cuál sea la importancia relativa de los intermediarios financieros y de los mercados es una cuestión de gran importancia, pues afecta a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, al crecimiento económico y, por ende, al bienestar de los ciudadanos (Lacalle, 2013).

Por este motivo, el sector financiero es objeto de regulación por parte de los Estados y se intenta fomentar el flujo de dinero (Sánchez, 2013; Arnal Martínez y Bravo Álvarez, 2015) hacia las empresas necesitadas de capital y liquidez a través de

mercados financieros alternativos que permitan el acceso a empresas no tan grandes (Hernando Sarriá y Ramos Juste, 2013; Alcántara Lera y Gómez Retuerto, 2014).

En España, la banca desempeña, con mucho, el papel más importante como fuente de financiación de las empresas (Badía, 2014). Tan sólo las grandes empresas pueden acudir a los mercados primarios de renta fija y renta variable. El otro gran actor en el mercado primario de renta fija es el Estado (Gay de Liébana, 2013).

En este trabajo se analiza el mercado de renta fija en España para conocer cuál es su importancia como fuente de financiación de las empresas españolas. Así, tras contextualizar el mercado desde el marco institucional, se recuerda cuáles son los activos negociados, su importancia relativa y qué empresas son las que se financian a través de este mecanismo. Finalmente, se comparan las emisiones realizadas por las empresas españolas en los mercados nacionales con las emisiones en el extranjero.

## **2. MARCO JURÍDICO DEL MERCADO PRIMARIO DE RENTA FIJA EN ESPAÑA**

Si bien el principal mercado de renta fija privada en España es el mercado AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros), desde 2013, Bolsa y Mercados Españoles (BME) ha implementado diferentes medidas con la finalidad de reformar y favorecer el acceso a la financiación tanto de las grandes empresas como de las pymes y extender las opciones de activos que puedan entrar a cotización en mercados alternativos al alcance de un mayor número de empresas. El objetivo es aumentar las formas de financiación con instrumentos que tengan posibilidad de encontrar liquidez empresarial en el Sistema Multilateral de Financiación. Entre las opciones se encuentra en España el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

Una de las novedades más destacadas fue la anulación del artículo 402 de la Ley de Sociedades de Capital, que no permitía a las sociedades de responsabilidad limitada la emisión de obligaciones. Hoy en día dicha prohibición se minora a la emisión de obligaciones convertibles. El poder para determinar sobre la emisión o garantía de obligaciones no convertibles ahora es competencia de la junta general al órgano de

administración, salvo contradicción en los estatutos (art. 406.1 LSC). Es de esperar por tanto que, por lo menos en las sociedades cotizadas, se verifiquen los estatutos que asignen normalmente a la junta general esta competencia.

Por otra parte, el nuevo artículo 401 de la Ley de Sociedades de Capital, limita la emisión de obligaciones de la Sociedad Limitada. Entre las medidas se encuentra el establecimiento de un límite máximo: el importe total de las emisiones no puede ser superior al doble de sus recursos propios (fondos propios o patrimonio neto), a excepción de que la emisión se avale con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con un aval solidario de entidad de crédito (cfr. art. 404 LSC “Garantías de la emisión”).

Por último, en el ámbito de la fiscalidad, la ley 10/2014 ha dado por finalizada las diferencias que se encontraban entre las sociedades no cotizadas frente a las sociedades cotizadas y las de crédito. A partir de la entrada en vigor, estas primeras tienen permiso para emitir obligaciones sin la obligación de aplicar retención en los intereses de sus inversores extranjeros, es decir, con los mismos requisitos exigidos a sociedades financieras y cotizadas: que coticen en mercados regulados o en un sistema multilateral de negociación.

Con todo ello, se pretende que no solo las grandes empresas puedan financiarse en los mercados de capitales, si no que las pymes también tengan acceso a este tipo de financiación.

### **3. ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS NEGOCIADOS EN EL MERCADO NACIONAL DE RENTA FIJA PRIVADA.**

El marco donde se negocia la deuda corporativa o la renta fija privada en España es el mercado AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME). Allí tienen lugar las emisiones de activos de deuda donde las empresas obtienen fondos para financiar su actividad y posteriormente, donde se negocian dichos activos, por tanto, tiene función tanto de mercado primario como secundario.

El mercado AIAF tiene la supervisión de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) con el fin de asegurar un alto nivel de transparencia en todas las negociaciones y emisiones y así, promover la liquidez de todos los activos.

La contratación es descentralizada, los responsables de realizar estas contrataciones son entidades miembro. Las negociaciones se pueden realizar por cuenta propia o por compraventas a terceros.

La renta fija privada está compuesta por el conjunto de valores que son emitidas por entidades del sector privado. El inversor se convierte en acreedor de la entidad que emite los títulos. Así pues, si la sociedad tiene la obligación de liquidarse, estos tienen preferencia de cobro frente a los socios de la misma.

Entre dichos valores se encuentran los siguientes activos:

- **Pagarés de empresa:** Es una opción de inversión a corto plazo. Su descripción legal lo cita como un “*documento legal por el que el emisor (suscriptor) se obliga a abonar al tenedor (beneficiario) una cierta cantidad de dinero en la fecha establecida en el documento*”. Este tipo de activo presenta un cierto nivel de riesgo ya que la garantía está avalada por la solvencia de la empresa. La emisión es al descuento, es decir, la rentabilidad viene por la diferencia entre el precio de compra y el precio nominal del pagaré, donde el primero siempre es inferior. Los plazos más frecuentes son de 3, 6, 12 y 18 meses. La colocación tiene lugar mediante subastas competitivas.
  
- **Bonos y obligaciones simples:** Son títulos de medio y largo plazo adquiridos por un tenedor y emitidos por una entidad que representan la deuda de una empresa. Los títulos de renta privada cuya rentabilidad y riesgo viene determinada por la calificación crediticia de la entidad que emite. En España, cuando el plazo de reembolso es inferior o igual a cinco años se consideran “bonos” y cuando el plazo es superior se considera “obligación”. El tenedor percibe una renta fija periódica durante la vida la cual mediante cupones prefijados además de la devolución del principal en el momento que se pacta.

- **Obligaciones subordinadas:** Tienen un funcionamiento parecido a las obligaciones simples, la diferencia se encuentra en la situación del tenedor en caso de quiebra del emisor, ya que se sitúan detrás de los acreedores. Puesto que tienen un mayor riesgo de devolución, ofrecen mayor rentabilidad que estos primeros. Los emisores suelen ser entidades financieras ya que estos títulos les computan como recursos propios lo que favorece el ratio de solvencia que exige el Banco Central. Según la clasificación MiFID son productos financieros complejos. Algunas emisiones de estos títulos limitan el cobro del cupón a la concurrencia de diferentes circunstancias constituidas por la entidad que los emite. Las **Obligaciones subordinadas especiales** se diferencian de las anteriores en que no tienen plazo de vencimiento, pueden ser incluso perpetuas y además, en que en caso de pérdidas de la sociedad, se puede dar un aplazamiento del pago de intereses. Tienen un alto nivel de riesgo, en algunos casos el inversor puede perder la totalidad de la inversión. En caso de quiebra del emisor los inversores se sitúan detrás de los acreedores de obligaciones subordinadas y delante de los que posean participaciones preferentes.
  
- **Obligaciones convertibles:** Son títulos financieros considerados mixtos, con características de la renta fija y con la posibilidad de poder transformarlo en renta variable en una fecha concreta, con unas condiciones especiales. Por ello, al comprador de estos títulos se le concede un derecho adicional. Puesto que existen numerosos tipos de acciones y obligaciones, también existen gran variedad de clases de conversión, entre ellas, las acciones sin voto convertibles en acciones con voto o las ordinarias transformadas en privilegiadas. La más utilizada es la convertible en acciones.
  
- **Cédulas hipotecarias:** Son valores que solamente pueden emitir entidades de crédito. Están garantizadas por el total de la cartera de préstamos hipotecarios de la entidad emisora y por la garantía solidaria de la entidad financiera que influye en la operación. Normalmente se amortizan en un periodo entre 1 y 3 años. Los emisores de estos títulos suelen dar contrapartida de compra o venta a los inversores, siempre y cuando la cartera no sea superior al límite del 5% del volumen emitido.

- **Participaciones preferentes:** Son valores que emite una entidad cuya duración es de carácter perpetuo aunque la entidad que lo emite puede reservarse el derecho a amortizar al cabo de cinco años desde su desembolso con autorización del Banco de España. Se consideran de alto riesgo puesto que su rentabilidad no está garantizada. En orden de recuperación de créditos, se sitúan detrás de todos los demás acreedores comunes y subordinados.
- **Titulizaciones hipotecarias:** Es un proceso por el cual se agrupan un conjunto de derechos de crédito en una misma cartera la cual se cede a un tercero el cual coloca a inversores. Es una forma de transformar activos que no tienen liquidez en instrumentos para obtener financiación. En este caso, dicha garantía consiste en préstamos hipotecarios.

#### **4. EVOLUCIÓN DE LAS EMISIONES EN EL MERCADO NACIONAL RENTA FIJA PRIVADA**

Hoy en día, cada vez hay más compañías no financieras que optan por la emisión de títulos de deuda, algo que era desconocido hasta hace unos años. Un cambio en la estructura de financiación de las entidades españolas que se va acercando a sus competidores europeos y estadounidenses. El cambio en el contexto jurídico antes mencionado también ha contribuido a la expansión de dicha tendencia.

En los últimos años, el contexto macroeconómico mundial alteró la tendencia a la baja de las rentabilidades iniciando periodos de grandes turbulencias. Muchos factores, entre ellos las caídas en el precio del petróleo, han provocado importantes oscilaciones en la rentabilidad de la renta fija. A eso se añade la crisis económica de Grecia y las incertidumbres acerca de la solidez del euro.

Analizando los emisores no estrictamente financieros que forman parte actualmente del mercado AIAF encontramos diferentes sectores:

- Energía y agua: Canal de Isabel gestión, S.A., Enagas, S.A., Minicentrales Dos, S.Com.p.a
- Petroleo: Corp de Reservas Estratégicas de Prod petrolíferos
- Metal-mecanica: Acerinox S.A
- Alimentación: Eroski sociedad cooperativa, Natra, S.A.
- Inmobiliarias: NH hoteles, S.A., Sacyr, S.A.
- Transportes y comunicaciones: Abertis infraestructuras, S.A., Adif – alta velocidad, Autopista concesionaria astur-leonesa, S.A., Autopistas del atlántico, S.A., Autovía de los viñedos, S.C. de la J.C. C-La Mancha, Telefónica, S.A.
- Deuda Aval España: AVAL ESPAÑA-Banco CAM, S.A.U.
- Corporaciones Locales: Cabildo Insular de Gran Canaria
- Otros organismos públicos: Feria Muestrario Internacional de Valencia, Instituto de Finanzas de Cantabria
- Tesoro público
- Organismos internacionales: European Bank for Reconstruction and Development, International Finance Corporation, Kingdon of Sweden-Riksgäldskontoret, Landesbank Hessen-Thüringen, Nordic Investment Bank, Societe Nationale des Chemins de Fer France

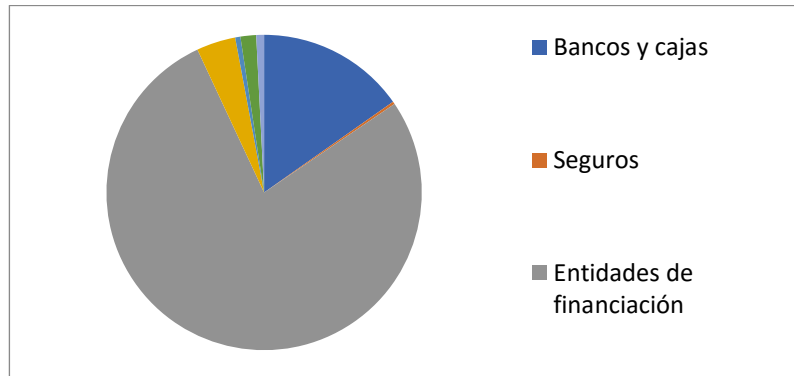
Del total de 374 entidades que emiten valores en el mercado AIAF, tan solo 15 son empresas nacionales no financieras y 2 son organismos públicos no financieros.

Entre los organismos financieros encontramos 57 bancos y cajas, 1 empresa de seguros, 290 entidades de financiación y 6 instituciones internacionales financieras.

Cabe destacar que dentro de los 57 bancos y cajas se encuentran aquellas entidades que en su día emitieron activos que continúan en circulación a pesar de que la entidad emisora haya sido liquidada.



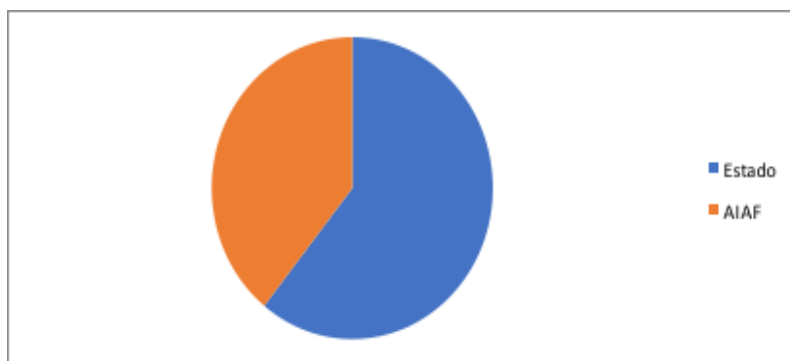
Figura1. División por sectores de los emisores de renta fija nacional privada.



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Se pueden resumir los anteriores datos agrupando los emisores en dos grandes bloques, sector financiero y no financiero, con el fin de comparar su importancia relativa como emisores de renta variable en España, obteniéndose la figura 2.

Figura 2. División de los emisores de renta fija nacional privada.

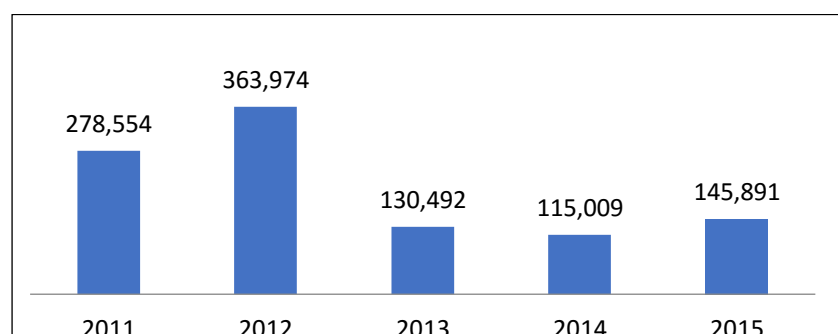


Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

A partir de las figuras 1 y 2 se puede afirmar que la gran parte del mercado AIAF lo forman entidades financieras españolas, tanto bancos y cajas como otras entidades de financiación.

Sobre el total de los emisores del mercado de renta fija, más del 95% de estos son entidades que prestan servicios financieros.

Figura 3. Mercado primario. Volumen admitido a cotización (en millones de €).



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Observando los datos de los volúmenes admitidos a cotización (figura 3) se puede comprobar que ha sufrido diferentes variaciones. En el año 2013 disminuyó de manera considerable respecto a su año anterior y continuó descendiendo en 2014. En 2015 se incrementó en un 26,9% modificándose así la tendencia de los años anteriores.

Tabla 1. Evolución del volumen de admisiones de Renta Fija Privada desglosado por tipos de activos (en millones de €).

AÑO	Pagarés	Bonos y Obligaciones	Cédulas	Bonos titulización	Part. Preferentes
2011	101.939,60	12.311,92	94.480,70	69.621,35	200,00
2012	134.346,89	92.754,74	113.444,00	23.428,14	0
2013	45.228,62	22.438,60	33.514,7	29.309,90	0
2014	33.493,09	25.765,43	26.291,30	29.459,5	0
2015	27.455,30	47.616,43	41.775,00	29.044,70	0

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Como se observa en la tabla 2, el desglose por tipos de activos ha ido variando a lo largo de los últimos años. En 2011 la gran parte del volumen estaba repartido entre pagarés y cédulas hipotecarias, teniendo también gran protagonismo los bonos de titulización con aproximadamente un 25% del total. En 2012 comienzan a ganar terreno los bonos y obligaciones pasando de 4,4% del volumen de admisiones total en 2011 al 32,6% del volumen de 2015.

Tabla 2. Evolución del peso en el volumen de admisiones de Renta Fija Privada desglosado por tipos de activos.

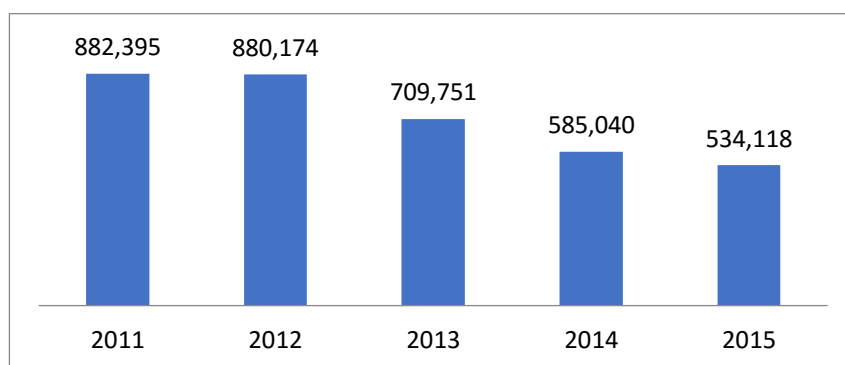
AÑO	Pagarés	Bonos y Obligaciones	Cédulas	Bonos titulización	Part. Preferentes
2011	36,60%	4,42%	33,92%	24,99%	0,07%
2012	36,91%	25,48%	31,17%	6,44%	0,00%
2013	34,66%	17,20%	25,68%	22,46%	0,00%
2014	29,12%	22,40%	22,86%	25,61%	0,00%
2015	18,82%	32,64%	28,63%	19,91%	0,00%

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles y elaboración propia

Es destacable la disminución progresiva del volumen de pagarés pasando de 134.346,89 millones de € en 2012 a tan solo 27.455,30 millones de € en 2015. A partir del año 2012 dejaron de registrarse admisiones de participaciones preferentes coincidiendo con el estallido de diversos casos mediáticos relacionados con estos activos.

Respecto al saldo en circulación del total de la renta fija privada, se observa (figura 4) que ha ido disminuyendo a lo largo de los últimos años.

Figura 4. Evolución Saldo en circulación de Renta Fija Privada (en millones de €).



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Como se observa en la tabla 3, las cédulas representan gran parte del saldo vivo de la renta fija privada seguidas de los bonos de titulización. Ambos activos son emitidos por sociedades financieras.

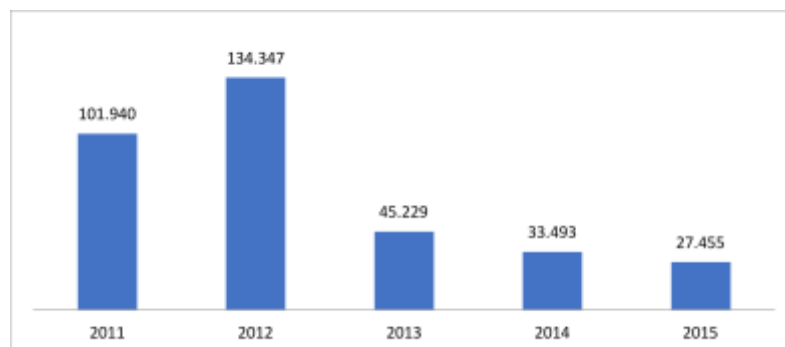
Tabla 3. Evolución del saldo en circulación de Renta Fija Privada desglosado por tipos de activos (en millones de €).

AÑO	Pagarés	Bonos y Obligaciones	Cédulas	Bonos titulización	Part. Preferentes
2011	37.549,09	132.815,56	401.091,86	279.853,20	31.088,60
2012	65.290,63	162.132,48	434.854,10	206.978,96	10.822,48
2013	28.822,14	133.911,58	363.731,37	182.210,80	1.076,19
2014	22.356,48	74.682,05	305.970,47	180.062,39	782,14
2015	15.172,91	74.526,23	279.969,02	163.805,93	627,36

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles y elaboración propia

Respecto al corto plazo encontramos los pagarés, cuyo volumen admitido ha ido disminuyendo constantemente con el paso de los años. Se aprecia especialmente una drástica caída en el volumen emitido en el año 2013, siendo la caída más suave desde entonces.

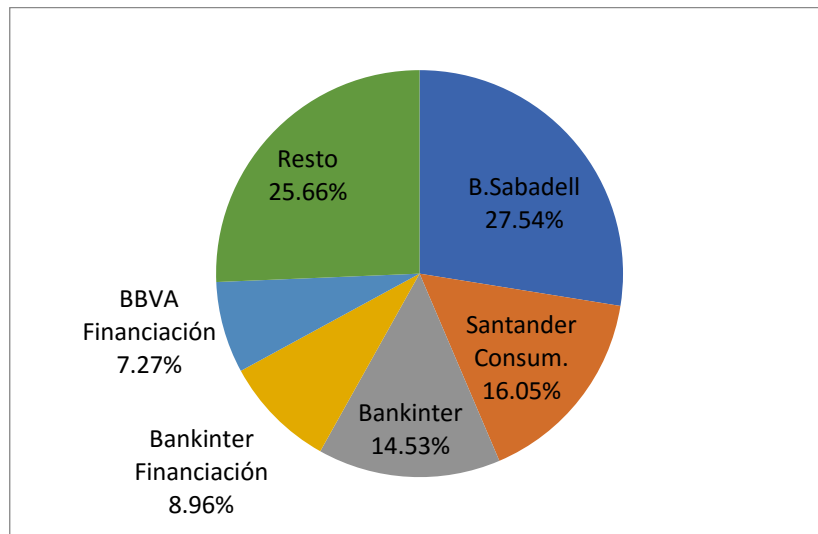
Figura 5. Evolución del volumen admitido de pagarés (en millones de €)



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Resulta también interesante conocer qué empresas son las que emiten los pagarés. En este sentido, una vez más, se constata la importancia del sector financiero. Efectivamente, las cinco principales entidades financieras españolas alcanzan una cuota de mercado del 75% en el año 2014, como muestra la figura 6. Hay que resaltar que el 25% restante no ha sido emitido necesariamente por entidades no financieras.

Figura 6. Principales emisores de pagarés en 2014.

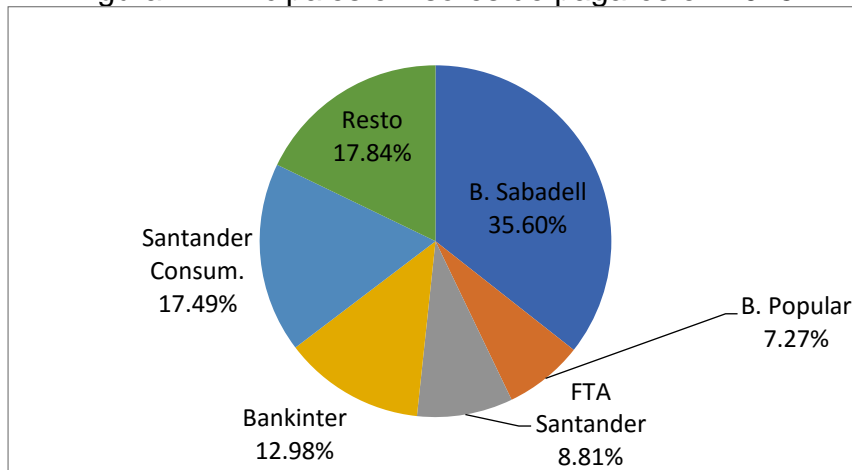


Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Esta situación no se vio modificada en 2015, sino que ese año las cinco entidades financieras aumentaron aún más su cuota, como muestra la figura 7. Es decir, la posibilidad que ofrece el mercado de pagarés para conseguir financiación a corto plazo es aprovechada principalmente por las entidades financieras, no por el resto de sociedades, quienes desempeñan un papel marginal.

Así, en 2015, las emisiones de pagarés de los principales bancos aumenta hasta situarse en un 82% con un total de 22.558 millones de €. Las figuras 6 y 7 muestran como tan sólo un 25,66% y un 17,84% del total corresponde a otros emisores sin especificar si son también entidades financieras o de otros sectores económicos.

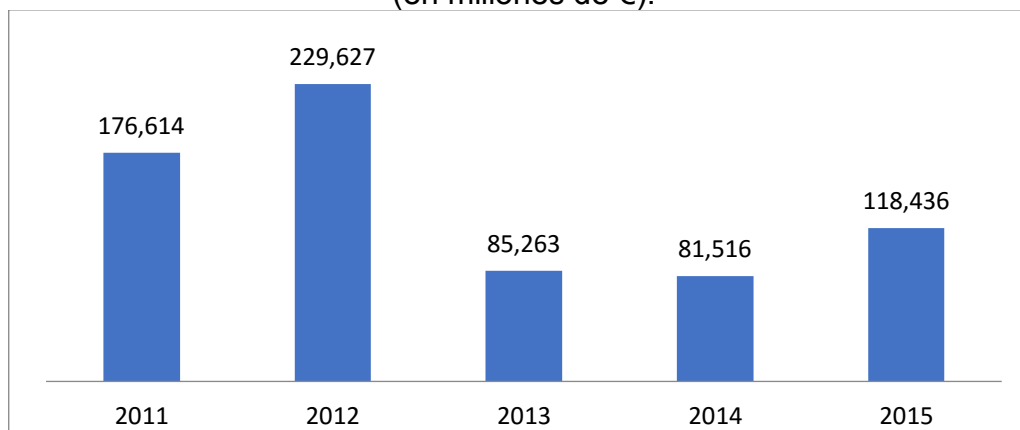
Figura 7. Principales emisores de pagarés en 2015.



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

En cuanto al medio y largo plazo, el volumen admitido a cotización de dichos títulos ha sufrido también grandes variaciones en los últimos años. También en 2013 se aprecia una marcada disminución de las emisiones a medio y largo plazo, si bien volvió a crecer en años posteriores, eso sí, sin acercarse a los valores previos.

Figura 8. Evolución del volumen admitido del total de títulos de medio y largo plazo (en millones de €).

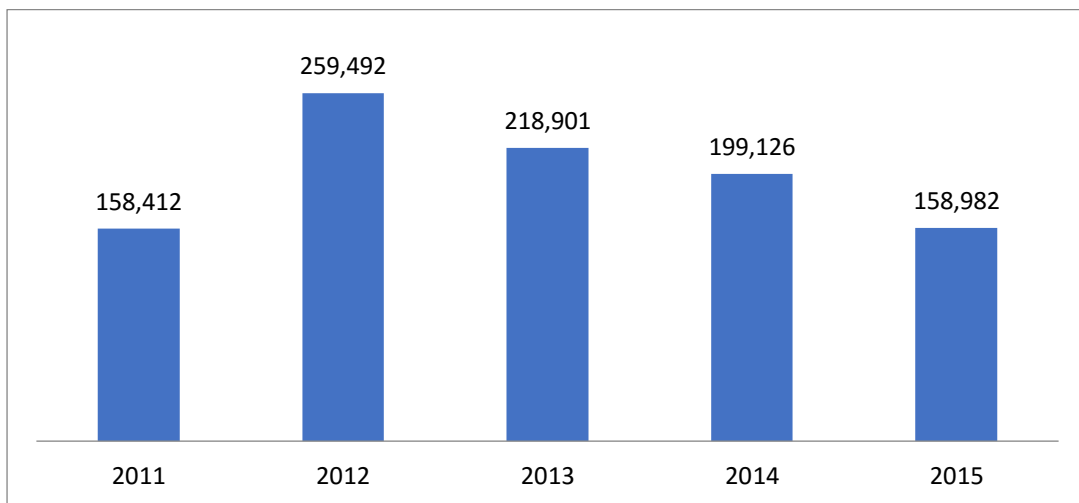


Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

A pesar de la tendencia muy a la baja desde 2013 del volumen total admitido de títulos de medio y largo plazo, en 2015 hubo un aumento del 45,3% respecto al año anterior.

Respecto al volumen de vencimientos en el medio y en el largo plazo, la figura 9 indica que la cifra tuvo un despunte en 2012 y ha evolucionado a la baja desde 2013. En 2015 sufrió una disminución del 19% con respecto al año anterior.

Figura 9. Evolución del volumen de vencimiento del total de activos a medio y largo plazo (en millones de €).



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Es importante diferenciar y desglosar dichas cifras entre activos con titulización y activos sin titular (cédulas, bonos y obligaciones).

La titulización posibilita la transformación de un grupo de activos financieros sin mucha liquidez en un conjunto de instrumentos negociables y más líquidos. Habitualmente, este proceso lo llevan a cabo entidades financieras. Este procedimiento incluye tanto derechos de créditos presentes (préstamos al consumo, bonos de renta fija...) como futuros (ingresos por arrendamientos...). Por lo general, en España son las entidades financieras las que utilizan las titulizaciones como fuente de financiación. Así, las titulizaciones que cuentan como respaldo con activos inmobiliarios han desempeñado un papel muy importante, especialmente antes del estallido de la crisis financiera internacional en 2008.

Tabla 4. Admisiones de activos a medio y largo plazo sin titulización en 2014  
(cédulas, bonos y obligaciones) en millones de €.

ENTIDAD	VOLUMEN	CUOTA
<b>SAREB</b>	14.567	28,0%
<b>BANKIA</b>	9.700	18,6%
<b>B. POPULAR</b>	4.641	8,9%
<b>B. SABADELL</b>	3.698	7,1%
<b>CAIXABANK</b>	3.273	6,3%
<b>SANTANDER</b>	3.218	6,2%
<b>BANKINTER</b>	2.186	4,2%
<b>BBVA</b>	1.471	2,8%
<b>KUTXABANK</b>	1.100	2,0%
TOTAL ENT.FINANCIERAS	<b>43.854</b>	<b>84,10%</b>
<b>ABERTIS</b>	1.050	2,0%
<b>RESTO</b>	7.152	13,7%
TOTAL	<b>52.057</b>	<b>100%</b>

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

La Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) con una cuota del 28% en 2014 y del 40,2% en 2015 ejerce un papel muy destacable en las admisiones de activos a medio y largo plazo.

Dicha S.A fue creada en 2012 con el fin de destinar ayudas públicas a entidades que arrastraban dificultades por su exposición al sector inmobiliario con el fin de reducir riesgos y liquidar los activos más tóxicos.

Tras analizar los datos, se puede afirmar que los principales emisores de activos sin titulización corresponden a las principales entidades financieras ya que supone un 84% del total del volumen en 2014 y asciende a casi 90% en 2015. Tan sólo dos grandes empresas no financieras, como son ABERTIS y ADIF aparecen entre los grandes emisores de activos sin titulización, con una cuota de mercado, eso sí, bastante modesta.



Tabla 5. Admisiones de activos a medio y largo plazo sin titulización en 2015  
(cédulas, bonos y obligaciones) En millones de €.

ENTIDAD	VOLUMEN	CUOTA
<b>SAREB</b>	35.901	40,2%
<b>SABADELL</b>	13.066	14,6%
<b>BBVA</b>	11.000	12,3%
<b>CAIXABANK</b>	5.152	5,8%
<b>BAKINTER</b>	3.988	4,5%
<b>POPULAR</b>	3.575	4,0%
<b>SANTANDER</b>	2.695	3,0%
<b>BANKIA</b>	2.534	2,8%
<b>CAJASUR BANCO</b>	1.500	1,7%
TOTAL ENT.FINANCIERAS	<b>79.411</b>	<b>88,90%</b>
<b>ADIF</b>	1.850	2,1%
<b>RESTO</b>	8.130	9,1%
TOTAL	<b>89.391</b>	<b>100%</b>

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Como se ha comentado, los bonos de titulización son valores respaldados por los activos con los que se constituye dicho fondo, principalmente se compone de activos hipotecarios de sociedades financieras. Es por ello, que las principales gestoras de titulización son entidades de financiación.

La tabla 6 y la tabla 7 muestran cómo se desglosa por gestoras financieras el volumen total de admisiones de bonos de titulización en los dos últimos años. El volumen se mantiene constante entre 2014 y 2015 aumentando tan solo un 0,5%. En ambos casos la cifra protagonista es la de la gestora del Banco Santander aunque disminuye sensiblemente en 2015 con la entrada de Intermoney y el aumento de la cuota de TDA y Gesticaixa.

Tabla 6. Admisiones de bonos de titulización en 2014 (En millones de €).

GESTORA DE TITULIZACIÓN	VOLUMEN	CUOTA
<b>SANTANDER</b>	20.138	68,4%
<b>EUROPEA</b>	5.642	19,2
<b>TDA</b>	1.850	6,3%
<b>GESTICAIXA</b>	1.830	6,2%
<b>TOTAL</b>	<b>29.460</b>	<b>100%</b>

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Tabla 7. Admisiones de bonos de titulización en 2015 (En millones de €).

GESTORA DE TITULIZACIÓN	VOLUMEN	CUOTA
<b>SANTANDER</b>	12.147	41,8%
<b>EUROPEA</b>	5.510	19,0%
<b>INTERMONEY</b>	4.400	15,1%
<b>GESTICAIXA</b>	3.650	12,6%
<b>TDA</b>	3.338	11,5%
<b>TOTAL</b>	<b>29.044</b>	<b>100%</b>

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

#### 4.1. Mercado Alternativo de Renta Fija.

El Mercado Alternativo de Renta Fija nace en octubre de 2013 como propuesta de ampliar los canales de obtención de recursos de financiación de las pequeñas y medianas empresas al tiempo que propone nuevas posibilidades de inversiones para otros inversores institucionales.

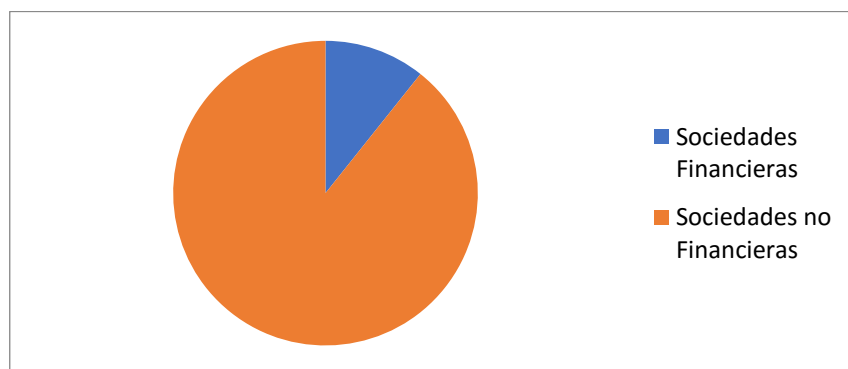
El MARF se configura como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) gestionado por AIAF y el Mercado de Deuda corporativa de BME. Los requerimientos de acceso a este mercado no son tan flexibles como en los mercados oficiales. Actualmente cuenta con un total de 28 emisores agrupados en varios sectores:

- Energía y agua: Audax energia, S.A., Globasol villanueva 1, S.A.U.
- Químicas: Maxamcorp holding, S.L.

- Papel: Papeles y Cartones de Europa, S.A.
- Metal-Mecánica: Elecnor, S.A., Teknia manufacturing group, S.L.U., Tubacex
- Alimentación: OC International Investments, B.v.-Grupo Sugal
- Construcción: Aldesa Agrupación Empresarial, S.A.U., Ortiz construcciones y proyectos, S.A, Sociedad Anónima de obras y servicios Copasa
- Inmobiliarias: Barceló corporación empresarial, S.A., Saint Croix Holding Immobilier, Socimi, S.A.
- Transportes y comunicaciones: Aunor, autovía noroeste concesionaria c.a.r.m.,S.A, Empresa Naviera Elcano, S.A., Masmóvil broadband, S.A.U, Masmóvil ibercom, S.A., Sociedad concesionaria autovía de la plata, S.A., Viario a31, S.A.
- Seguros: Caja de Seguros Reunidos, Cía de reaseguros, S.A.
- Entidades de Financiación: IM Auriga pymes eur 1, F.T.A, IM Fortia 1, fondo de titulización
- Comercio y otros servicios: El Corte Inglés, S.A., Estacionamientos y servicios, S.A.U., Grupopikolin, S.L., Sidecu, S.A.
- Nuevas tecnologías: Tecnocom, telecomunicaciones y energía, S.A., Zeltia. S.A.

En la figura 10 se muestra como la mayor parte de este mercado está formado por empresas no financieras. Es decir, de las 28 compañías que emiten valores en el MARF, tan solo 3 son entidades que prestan servicios financieros.

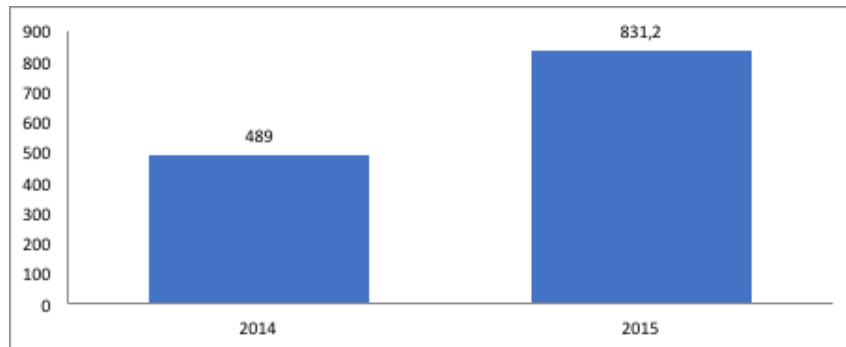
Figura 10 Composición del total de emisores del MARF.



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles y elaboración propia

Respecto al volumen de emisiones, tal y como muestra la figura 11, éstas han aumentado un 70% en 2015 respecto a 2014 lo que demuestra que ha cumplido satisfactoriamente el objetivo de contribuir a una mejor financiación adaptada a las pequeñas y medianas empresas.

Figura 11. Evolución del volumen de emisiones del MARF en millones de €.

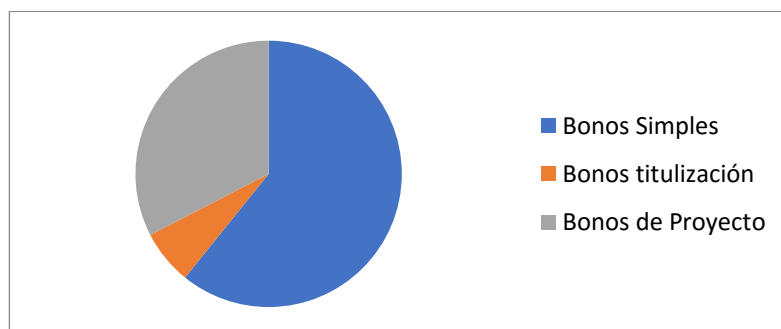


Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Según el último informe de renta fija emitida por el BME, desde la creación del MARF a finales de 2013 hasta el cierre del año 2015, éste cuenta con alrededor de 1.400 millones de € en emisiones de empresas, 20 empresas han emitido de forma individual y más de 100 han concentrado facturas por medio de bonos de titulización.

Tal y como muestra la figura 12 el total de empresas que han emitido a medio y a largo plazo cuyo periodo abarca de 5 a 26 años, han conseguido 710,5 millones de € a través del MARF.

Figura 12 Total de emisiones de medio y largo plazo a través del MARF en el periodo 2013-2015.



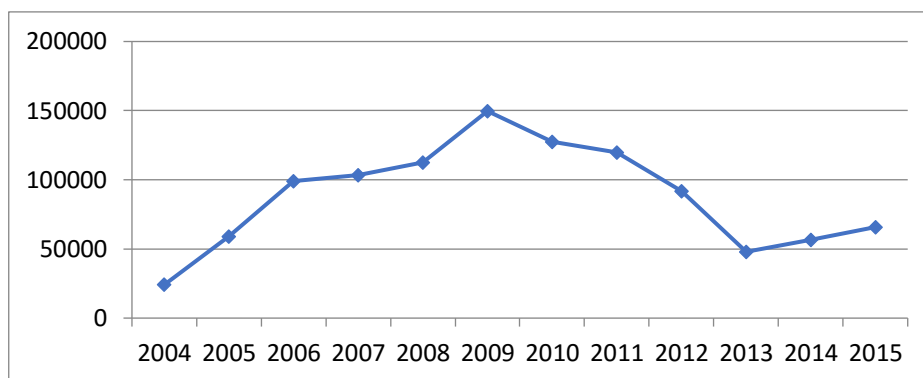
Fuente: Bolsas y Mercados Españoles y elaboración propia

Respecto al volumen de emisiones de corto plazo, los pagarés con unos vencimientos que variaron entre 3 meses y 2 años, las empresas han obtenido en el MARF un total de 709,7 millones de € desde el lanzamiento del MARF a finales de 2013 hasta 2015.

## 5. EMISIONES DE RENTA FIJA PRIVADA EN EL EXTRANJERO

Debido a la alta presencia de estas empresas españolas en el extranjero, es imprescindible destacar la influencia que tiene su financiación por parte de inversores exteriores y la presencia de las emisiones de activos de renta fija en los mercados internacionales. La internacionalización y la apertura de las empresas a dichos mercados han hecho que las empresas españolas ganen terreno más allá de los mercados oficiales en España.

Figura 13. Evolución del total de emisiones de renta fija privada de emisores españoles en el exterior en millones de €.



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles y elaboración propia

La figura 13 indica cómo han evolucionado a lo largo de los años las emisiones de renta fija que las sociedades españolas han realizado en el exterior. Estas emisiones tuvieron un ascenso vertiginoso y continuo hasta 2009, con un del 33% entre 2008 y 2009. Las empresas españolas al no obtener suficiente financiación en los mercados

nacionales debido a la crisis financiera, decidieron emitir sus valores en el exterior. A partir de dicho año comienza el declive y ya en 2013, descendieron casi un 50% respecto a 2012. Las emisiones vuelven a aumentar levemente a partir de 2014.

Al hacer una distinción, al igual que la renta emitida en el mercado nacional, entre el corto y el largo plazo, vemos como la tendencia ha ido cambiando en los últimos años. El largo plazo incluye participaciones preferentes, obligaciones subordinadas, bonos y obligaciones y bonos de titulización. El corto plazo engloba el total de pagarés de empresas.

Tabla 8. Evolución de la composición de renta fija privada de emisores españoles en el exterior según vencimiento.

AÑO	LARGO PLAZO	% LARGO PLAZO	CORTO PLAZO	% CORTO PLAZO
2004	10.350	<b>42,94%</b>	13.752	<b>57,06%</b>
2005	44.159	<b>74,62%</b>	15.021	<b>25,38%</b>
2006	73.257	<b>74,02%</b>	25.718	<b>25,98%</b>
2007	65.628	<b>63,33%</b>	38.003	<b>36,67%</b>
2008	39.894	<b>35,50%</b>	72.472	<b>64,50%</b>
2009	47.230	<b>31,55%</b>	102.456	<b>68,45%</b>
2010	51.107	<b>40,01%</b>	76.624	<b>59,99%</b>
2011	51.366	<b>42,79%</b>	68.677	<b>57,21%</b>
2012	50.312	<b>54,76%</b>	41.570	<b>45,24%</b>
2013	34.452	<b>72,00%</b>	13.400	<b>28,00%</b>
2014	35.281	<b>62,18%</b>	21.455	<b>37,82%</b>
2015	32.362	<b>49,33%</b>	33.240	<b>50,67%</b>

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles y elaboración propia

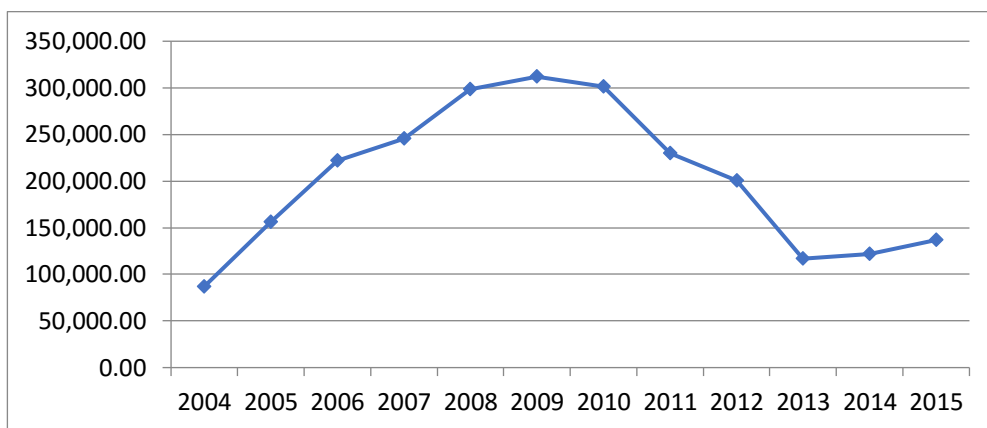
En el año 2004, la composición se encontraba igualada entre el corto y el largo plazo pero a partir del año 2005 hasta el inicio de la crisis ganó terreno el largo plazo, llegando a casi el 75% del total de emisiones. A partir del 2008 el porcentaje disminuyó

situando el largo plazo a 35,5%, casi 28 p.p. por debajo que su año anterior y caso 39 p.p. respecto a 2006.

A pesar de que en 2013 vuelve a despuntar el largo plazo con un 72% de cuota, en los últimos años se ha encontrado igualado tanto los pagarés de empresas como los activos con vencimiento a medio y largo plazo.

A partir de los datos del Bank for International Settlements (BIS) se han analizado el total las emisiones que tienen las empresas de España en el exterior, así como las misiones de sus filiales en el extranjero. La evolución del conjunto de estos datos se encuentra en la figura 14.

Figura 14. Evolución del total de emisiones de renta fija privada de empresas españolas y sus filiales en el exterior en millones de €



Fuente: BIS y elaboración propia

Al analizar la figura 14, se puede comprobar como el total de emisiones crece con fuerza en los años previos a recesión económica. Entre los años 2004 y 2009, el crecimiento es de un 259%. Sin embargo, a partir de ese año, comienzan a disminuir y en 2013 se sitúa en unos 117.000 millones de €, un 62,5% menos que en 2009.

Respecto a la composición por sectores, la mayor parte de las emisiones tienen lugar en el sector financiero, concretamente los bancos. Entre el año 2007 y 2010, solo el porcentaje de bancos ocupaba alrededor del 73% sobre la totalidad de las emisiones tal y como demuestra la tabla 4.16.

Tabla 9. Composición de las emisiones de Renta Fija Privada de empresas españolas y sus filiales en el exterior en millones de €.

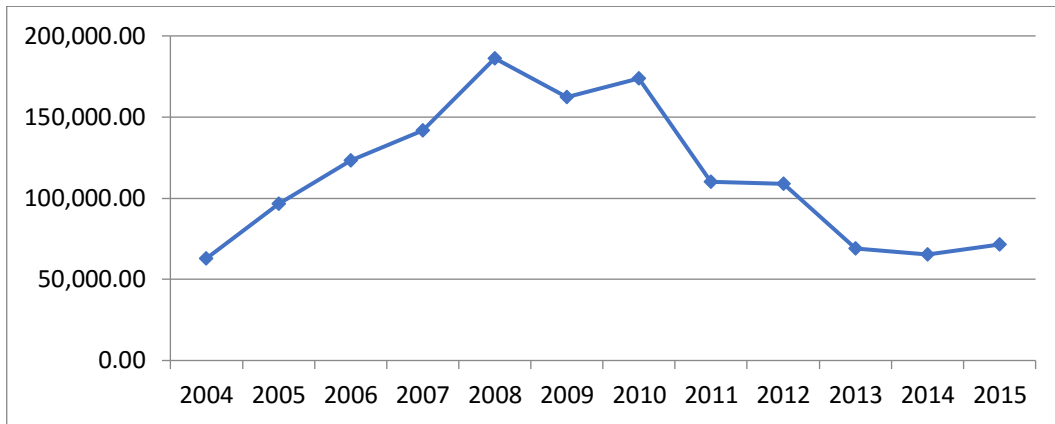
AÑO	INTERNATIONAL DEBT SECURITIES.	BANKS.	OTHER FINANCIAL CORPORATIONS.	NON - FINANCIAL CORPORATIONS.
2004	<b>86.985,3</b>	56.644,0	23.583,4	6.757,9
2005	<b>155.789,6</b>	112.239,2	34.412,4	9.137,9
2006	<b>222.185,2</b>	144.329,2	50.791,5	27.064,6
2007	<b>245.495,1</b>	185.038,1	47.586,9	12.870,1
2008	<b>298.536,4</b>	226.173,5	55.208,1	17.154,8
2009	<b>311.962,9</b>	228.943,6	52.685,0	30.334,2
2010	<b>301.564,1</b>	231.425,8	39.319,0	30.819,2
2011	<b>229.993,4</b>	135.915,7	65.144,3	28.933,4
2012	<b>200.807,2</b>	95.886,1	63.502,9	41.418,3
2013	<b>116.870,4</b>	44.719,8	25.875,9	46.274,7
2014	<b>122.113,8</b>	63.922,4	19.785,9	38.405,4
2015	<b>137.166,2</b>	79.036,5	19.589,9	38.539,8

Fuente: BIS y elaboración propia

La figura 15 centra la atención solamente en los datos de las emisiones de los filiales de empresas españolas en el exterior obtenidos como la diferencia entre los datos de la figura 13 y la figura 14.



Figura 15. Evolución del total de emisiones de renta fija privada de las filiales de empresas españolas en el exterior en millones de €.



Fuente: BIS y elaboración propia

Desde 2004, las emisiones de renta fija privada fueron incrementándose a lo largo de los años. En el periodo 2004-2008 aumentaron un 196%.

El mayor volumen de emisiones tuvo lugar en los años de crisis financiera, en 2008 se llegaron a alcanzar más de 186.000 millones de € en emisiones de las filiales. A partir de 2012 comienzan a disminuir progresivamente y en 2015 el volumen es de 71.564,2 millones de €.

## 6. IMPORTANCIA RELATIVA DEL SECTOR PRIVADO EN EL MERCADO PRIMARIO ESPAÑOL DE RENTA FIJA

A continuación se comenta brevemente el saldo vivo de la deuda del Estado con el fin de contextualizar el análisis precedente sobre renta fija privada. Tal y como se observa en la tabla 10, el porcentaje de composición del saldo vivo de la deuda del Estado se ha mantenido estable a lo largo de los años financiando la mayor parte de esta a través de bonos y obligaciones (alrededor del 85% del total). El total de deuda ha ido aumentando considerablemente desde 2007 hasta la actualidad, 293.364,7 millones de € frente a 827.463,6 millones de € en 2015.

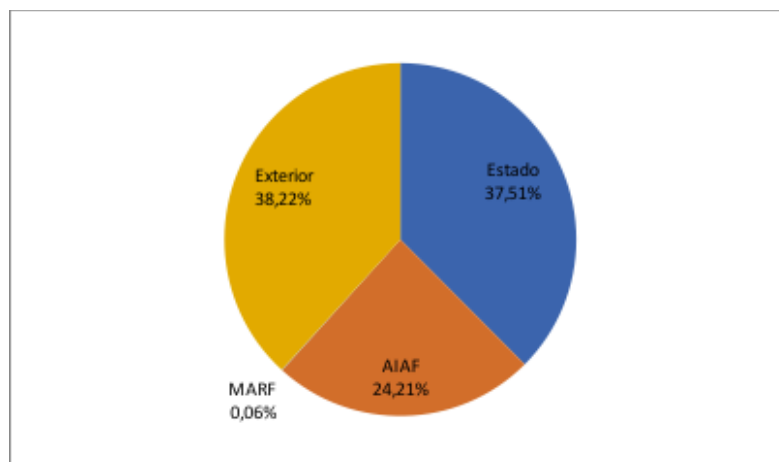
Tabla 10. Evolución del total de saldo vivo de deuda del Estado (en millones de €).

AÑO	Total	Letras	% sobre Total	Bonos y obligaciones	% sobre Total
2007	<b>293.364,7</b>	32.444,5	<b>11,06%</b>	260.920,2	<b>88,94%</b>
2008	<b>345.115,6</b>	52.074,3	<b>15,09%</b>	293.041,3	<b>84,91%</b>
2009	<b>461.996,3</b>	85.408,4	<b>18,49%</b>	376.587,9	<b>81,51%</b>
2010	<b>526.143,6</b>	88.987,2	<b>16,91%</b>	437.156,4	<b>83,09%</b>
2011	<b>580.516,4</b>	90.607,1	<b>15,61%</b>	489.909,3	<b>84,39%</b>
2012	<b>641.460,9</b>	84.612,7	<b>13,19%</b>	556.848,2	<b>86,81%</b>
2013	<b>711.777,4</b>	89.174	<b>12,53%</b>	622.603,4	<b>87,47%</b>
2014	<b>769.374,6</b>	77.926,9	<b>10,13%</b>	691.447,7	<b>89,87%</b>
2015	<b>827.463,6</b>	82.436,1	<b>9,96%</b>	745.027,5	<b>90,04%</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia

Como resumen de los datos del último año entre el total de renta fija pública y renta fija privada, podemos afirmar que, tal como demuestra la figura 16, el Sector Público desempeña un papel fundamental como emisor de renta fija. No obstante, el saldo vivo de la deuda emitida por el sector privado es el doble que el del Estado.

Figura 16. Saldo vivo de la renta fija pública y privada en 2015



Fuente: Banco de España, Bolsas y Mercados Españoles y elaboración propia

Por otro lado, resulta interesante constatar el papel fundamental de los mercados financieros internacionales como fuente de financiación de las empresas españolas, ya que es en estos mercados donde consiguen más de la mitad de su financiación. Finalmente, se evidencia el lugar marginal que ocupa el MARF como fuente de financiación de las empresas españolas.

## **7. CONCLUSIONES**

Tras el análisis realizado del mercado de renta fija en España, podemos afirmar que su papel como fuente de financiación de las empresas como sustituto al crédito bancario es prácticamente irrelevante. Efectivamente, es el Estado el que, con muchísima diferencia, obtiene más financiación a través de este mecanismo. Además, una vez centrados en el mercado de renta fija para las empresas, el mercado AIAF, se observa que son las empresas de naturaleza financiera, es decir, los intermediarios financieros, los que copan su empleo como fuente de financiación, no las sociedades no financieras. De hecho, son los activos financieros relacionados con la financiación de los bancos y cajas, como las cédulas hipotecarias, las titulizaciones hipotecarias o las participaciones preferentes las que copan el mercado de renta fija. El papel preponderante de las entidades financieras se confirma tanto en activos a corto como a largo plazo. El papel del mercado alternativo MARF, en el que predominan las sociedades no financieras, es insignificante comparado con AIAF. Finalmente, se ha comprobado que las empresas españolas, financieras y no financieras, recurren en gran medida a la emisión de renta fija en el extranjero, fluctuando mucho el volumen de las emisiones en el mercado primario dependiendo de la situación económica mundial.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

Alcántara Lera, J., Gómez Retuerto, G. (2014). El MARF como mecanismo de financiación y sus posibilidades. Publicaciones FEF, p.177-188.

Arnal Martínez, J., Bravo Álvarez, A. (2015). Un breve estudio de la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial, *Revista ICE*, Septiembre 2015, 29-37.

Badía, D. (2014). “Así se financian las empresas más allá de la banca” en *Expansión*. <<http://www.expansion.com/2014/12/08/mercados/1418065998.html>> [Consulta: 21 de octubre de 2016].

Banco de España (2015). Crédito de entidades de crédito y EFC a otros sectores residentes. Estadísticas. Indicadores Económicos. Madrid. [Consulta: 10 de octubre de 2016].

Banco de España (2015). Cuentas Financieras de la Economía Española 1995-2015. SEC 2010 - series trimestrales y anuales. Madrid.

<<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/CuentasFinancierasEconomia/15/Fich/cfee15.pdf>> [Consulta: 10 de octubre de 2016].

Banco de España (2015). Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España. Estadísticas. Indicadores Económicos. Madrid. [Consulta: 10 de octubre de 2016].

Banco de España (2015). Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España. Estadísticas. Indicadores Económicos. Madrid. [Consulta: 10 de octubre de 2016].

Banco de España (2015). Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España. Estadísticas. Indicadores Económicos. Madrid. [Consulta: 10 de octubre de 2016].

Banco de España (2015). Sociedades no financieras. Balance financiero. Estadísticas. Cuentas Financieras (SEC 2010). Madrid. [Consulta: 22 de octubre de 2016].

Bank For International Settlements (*BIS*). *C3, Debt securities issues and amounts outstanding, Spain. BIS STATISTICS EXPLORER. Basel, Switzerland.* <<http://stats.bis.org/statx/srs/table/C3?c=ES&p=>> [Consulta: 10 de Noviembre de 2016]

Bolsas y Mercados Españoles (BME). Operaciones Corporativas con acciones Estudios y publicaciones. Estadísticas. <<http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas>>. [Consulta: 10 de octubre de 2016].

Bolsas y Mercados Españoles (BME). Mercado de Renta Fija Privada. Estudios y publicaciones. Estadísticas. <<http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas>>.

[Consulta: 10 de octubre de 2016]

Bolsas y Mercados Españoles (BME). Estudios y publicaciones. Estadísticas.

<<http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas>>. [Consulta: 10 de octubre de 2016]

Carvajal Hoyos, J., De La Torre Muñoz De Morales, I. (2014). La financiación de la empresa española por el mercado de capitales, *Revista ICE*, Julio-Agosto 2014, 29-39.

Comisión Nacional del Mercado De Valores (CNMV). Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación. Publicaciones, Estadísticas e Investigación. <<https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Informes.aspx>> [Consulta: 12 de Noviembre de 2016]

España. Ley Orgánica 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial. BOE, de 28 de abril de 2015.

Gay De Liébana, J.M. (2013). España se escribe con E de endeudamiento. 2ª Edición. Barcelona: Deusto.

Hernando Sarriá Pedroza, J., Ramos Juste, J. (2013). MARF: Oportunidad para PYMES y perspectiva para inversores. Madrid: Publicaciones IEB.

Lacalle, D. (2013). Nosotros, los Mercados. Qué son, cómo funcionan y por qué resultan imprescindibles. Barcelona: Deusto.

Mercado Alternativo Bursátil (MAB). (2010). Información a suministrar por empresas en expansión incorporadas a negociación en el MAB. Madrid: Bolsas y Mercados Españoles.

Mercado Alternativo Bursátil MAB. (2015). Listado Cotizadas MAB. Empresas en Expansión. <<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/EE/Listado.aspx>> Consulta: 21 octubre 2016.

Sánchez, A. (2013). Facilidades para captar fondos emitiendo deuda. Madrid: Bolsas y Mercados Españoles.

Tesoro Público (2016). Estrategia de Financiación Anual 2015. Madrid: Publicaciones del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad. <http://www.tesoro.es/deuda-publica/publicaciones/estrategia-y-financiacion-anual> [Consulta: 10 de noviembre de 2016]

Varó, V. (2013). ¿Para qué sirven realmente los mercados financieros? Barcelona: Paidós.