



---

# **Universidad de Valladolid**

## **Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**Trabajo de Fin de Grado**

**Grado en ADE**

## **Financiación a largo plazo**

Presentado por:

***Javier Arranz Montejo***

Tutelado por:

***María Dolores Soto Torres***

*Valladolid, 14 de Septiembre de 2021*

## **RESUMEN**

La necesidad de financiación a largo plazo por las empresas es un aspecto complejo que requiere, entre otros, fijar los objetivos que se pretenden lograr, buscar el instrumento financiero óptimo, convencer al mercado de su utilidad y de sus bondades frente a los competidores, etc. En este trabajo se clasificarán las principales fuentes de financiación a largo plazo de una empresa, describiendo así sus características particulares. Se pondrá especial interés en la emisión de empréstitos, pues constituye una alternativa de financiación a largo plazo utilizada en todo el mundo. Se plantean los aspectos generales que contiene cualquier empréstito, repasando también los principales empréstitos que existen y sus características más particulares. Por último, se plasma un breve análisis del mercado de deuda corporativa basado en un informe publicado por la OCDE, finalizando con la situación actual del mercado y el riesgo que conlleva el probable escenario de inflación en la economía mundial.

Palabras clave: Financiación, mercados financieros, deuda, bonos, apalancamiento, emisión.

Clasificación JEL: G15, G32.

## **ABSTRACT**

The need for long-term financing by companies is a complex issue that requires, among other things, setting the objectives to be achieved, finding the optimal financial instrument, convincing the market of its usefulness and its advantages over its competitors, etc. This paper will classify the main sources of long-term financing for a company, describing their particular characteristics. Particular emphasis will be placed on the issuance of bonds, as this is a long-term financing alternative used throughout the world. The general aspects of any bond are discussed, as well as the main existing bonds and their particular characteristics. Finally, a brief analysis of the corporate debt market based on a report published by the OECD is presented, concluding with the current market situation and the risk associated with the likely inflation scenario in the world economy.

Keywords: Financing, financial markets, indebtedness, loans, debt issues

JEL classification: G15, G32.

## Índice de contenido

1. Introducción .....	5
2. Metodología .....	5
3. Financiación propia a largo plazo .....	6
3.1 Autofinanciación por mantenimiento .....	6
3.2 Autofinanciación por enriquecimiento .....	7
4 Empréstitos.....	9
4.1 Obligaciones que se amortizan por sorteo.....	11
4.2 Títulos que no se amortizan por sorteo.....	12
4.3 Lugar de emisión y moneda.....	15
4.4 Garantías y orden de prelación.....	16
4.5 Riesgos y rating .....	19
4.6 Otros esquemas de financiación.....	22
5 Perspectivas de futuro.....	24
Bibliografía .....	32

## Índice de figuras

Figura 1: Flujos de caja para un inversor en una emisión de títulos simples ...	10
Figura 2. Comparación del valor de un bono, de la opción de conversión y de un bono convertible .....	14
Figura 3. Calificaciones de Moody's, Standard and Poors y Fitch.....	21
Figura 4. Emisiones de bonos por empresas no financieras.....	24
Figura 5. Estadísticas de bonos corporativos e importe pendiente. ....	25
Figura 6: Composición de la emisión por categoría de rating. ....	26
Figura 7. Distribución de la propiedad de bonos en circulación. ....	27
Figura 8. Rendimientos promedio en el mercado primario de los bonos corporativos en todo el mundo. ....	30
Figura 9. Masa monetaria medida con el agregado M3. ....	31

# 1. Introducción

Tanto si una empresa como una Administración pretende obtener una cuantía monetaria elevada es muy posible que no encuentre a nadie con el disponible y, aunque lo hubiera, sería difícil que fuera capaz de soportar el riesgo. Ante tal situación se ha construido un instrumento financiero en el que no hay un solo prestamista, sino que, en general, habrá una multitud de prestamistas. La cantidad financiera que se requiere se divide en partes iguales y a cada una de ellas es un título que garantiza ciertos derechos. En España se requiere que la emisión de deuda que se realice en mercados regulados venga precedida por un folleto donde se determinen las características financieras y económicas del emisor incluyendo los riesgos a los que están sometidos los títulos. Es precisamente en el folleto de emisión donde se establecen los derechos de los prestamistas.

Centrándonos en las emisiones corporativas, es importante conocer los supuestos por los que las corporaciones desean endeudarse, los distintos tipos de títulos que pueden emitir, qué tipos de riesgos tienen las emisiones, etc. Este es el objetivo de este trabajo, que además de considerar los aspectos tradicionales de la emisión de títulos analiza el impacto de la situación sobrevenida a nivel mundial debido a la aparición del covid-19.

El trabajo está dividido en secciones y después de especificar los aspectos metodológicos, la primera sección se ocupa de destacar los aspectos ligados a la financiación propia a largo plazo. El trabajo continúa con la financiación ajena estudiando distintos tipos de títulos. Después se realiza un repaso de las ventajas que ofrecen las colocaciones privadas de deuda exponiendo un mecanismo de financiación con características muy particulares, la financiación de proyectos. Por último, se analiza brevemente la evolución del mercado de deuda corporativa y sus perspectivas de futuro.

## 2. Metodología

Para la realización del trabajo se ha acudido a fuentes teóricas que expliquen detalladamente las características de cada fuente de financiación con vencimiento a largo plazo, plasmando los conceptos, clasificaciones y

características de una forma unificada y resumida. Además, se ha acudido a fuentes de información analítica para obtener datos reales del mercado de deuda corporativa.

### **3. Financiación propia a largo plazo**

Normalmente, las empresas requieren financiación a corto plazo para hacer frente a problemas puntuales. La financiación a largo plazo no presenta esa característica y conlleva un objetivo que se pretende lograr. En la financiación a largo plazo se distingue entre financiación propia y ajena. Dentro de la financiación propia hay que considerar la financiación interna o autofinanciación y la financiación externa. La primera se constituye por los recursos que genera la empresa como consecuencia de su actividad. La segunda es la que proviene de agentes externos. El primer grupo se puede clasificar en autofinanciación por mantenimiento y autofinanciación por enriquecimiento (Suárez, 2014, pág. 355).

#### **3.1 Autofinanciación por mantenimiento**

Las amortizaciones y las provisiones se incluyen en la amortización por mantenimiento. Los activos productivos de la empresa pierden valor con su uso en el proceso productivo, e incluso con el paso del tiempo. La amortización es la imputación al coste de producción de la depreciación que sufren los activos implicados en el proceso. El objetivo es contabilizar un “fondo” con el que financiar la renovación de los activos depreciados cuando agoten su vida útil. Si bien la amortización forma parte de la autofinanciación de la empresa, esta no genera liquidez por sí misma, sino que depende de los cobros que haga la empresa en el desarrollo de su actividad, pues la amortización simplemente se imputa contablemente y no conduce “per se” al cobro como sí lo hace normalmente, por ejemplo, una emisión de acciones.

Hay distintas causas de depreciación. La física es consecuencia de que los bienes pierden valor por el uso y por el simple paso del tiempo. Una buena conservación puede reducir esta depreciación, pero no eliminarla. Otra causa es la obsolescencia siendo este aspecto una de las principales causas de la

pérdida de valor de los activos productivos. Es frecuente que una máquina se quede obsoleta comparándola con otras más nuevas. Se distingue entre:

- Obsolescencia tecnológica generada por las innovaciones, las cuales provocan que bienes de equipo más antiguos sean totalmente antieconómicos por falta de competitividad, ya sea porque los nuevos reducen los costes de producción, son más fáciles de manejar, incorporan elementos nuevos, etc.
- Obsolescencia por variaciones en la demanda. En este aspecto, la maquinaria puede ser la mejor para determinado nivel de producción, pero podría resultar anticuada para volúmenes superiores o inferiores porque producen a un coste medio más alto.
- Obsolescencia por alteración de la retribución de algún factor. Un determinado activo productivo puede ser idóneo para, por ejemplo, cierto nivel de salarios, pero si estos aumentan se podría quedar obsoleto frente a otros que permitan disminuir la mano de obra necesaria.

La depreciación por agotamiento o caducidad ocurre cuando la inversión tiene una fecha de finalización clara. Por ejemplo, en una explotación minera existen muchos activos que dejan de tener valor en el momento en que esta se agota, aun estando en condiciones de trabajo suficientemente buenas como para continuar trabajando. Normalmente sucede con bienes de equipo muy específicos que no se puedan reutilizar para otra inversión, o cuyo coste de desmantelamiento supere su valor.

### **3.2 Autofinanciación por enriquecimiento**

Los beneficios no distribuidos por una empresa, es decir, las reservas que genera la actividad, constituyen la autofinanciación por enriquecimiento. Tanto la autofinanciación de amortización como la autofinanciación propiamente dicha (por enriquecimiento), pueden ser utilizadas para la compra de nuevos activos, el pago de gastos etc. La diferencia radica en que la última no tiene un límite temporal, pues esta no tiene un compromiso como sí lo tiene la amortización<sup>1</sup>.

La autofinanciación presenta ciertas ventajas; por un lado, permite disfrutar de una mayor autonomía y libertad de acción, el Consejo de Administración o

---

<sup>1</sup> El fondo de amortización tiene la finalidad de financiar la renovación de los activos productivos.

simplemente el Consejo Directivo es quien adopta la decisión de retener beneficios, no necesita de una Junta General extraordinaria como sí ocurre en la ampliación de capital o en la emisión de empréstitos. Por otro, las reservas son una fuente de recursos financieros que no es necesario remunerar. A los acreedores debe pagarles intereses y a los accionistas dividendos, en cambio, las reservas no necesitan remuneración, ahora bien, resulta primordial asignar un coste de oportunidad de forma precisa.

Para las empresas pequeñas y medianas, la autofinanciación resulta prácticamente la única forma de obtener recursos financieros, las pymes tienen más dificultades para acceder al mercado de capitales, por lo que es frecuente que recurran en gran medida a la autofinanciación.

Sin embargo, la autofinanciación presenta inconvenientes tanto para los accionistas como para la propia empresa, una es que el accionista se ve privado de parte de los rendimientos de la compañía, lo que debería ser compensado por un aumento de los beneficios futuros que le otorguen mayores dividendos, pero si se retienen excesivos excedentes, este podría ver mermada su liquidez presente más de lo que estuviera dispuestos a aceptar.

Los inconvenientes para la empresa pueden sintetizarse en tres aspectos: Primero, la autofinanciación a veces promueve la realización de inversiones poco rentables. Dado que no tienen costes explícitos, las empresas usualmente los emplean en recursos poco rentables con la idea de que “es mejor que tenerlo en la caja”. Como consecuencia de lo anterior, la autofinanciación, a veces impide que se realicen inversiones rentables. La razón es simple, muchas veces se dan oportunidades de inversión en momentos en los que los recursos derivados de la autofinanciación ya han sido utilizados en otro proyecto. Además, al reducir los dividendos, disminuye la rentabilidad de las acciones, provocando que el precio de la acción caiga. Si bien la teoría dice que la disminución de dividendos es compensada por un incremento del valor de las acciones derivada de las nuevas inversiones (la menor rentabilidad presente es compensada por una mayor rentabilidad futura), en realidad los accionistas prefieren rendimientos presentes (Suárez, 2014, pág. 374).



## 4 Empréstitos

Acudir a los mercados de obligaciones es para muchas empresas y Administraciones la forma más común de obtener financiación ajena en el largo plazo. Los préstamos hipotecarios o el crowfunding<sup>2</sup>, suelen ser otras posibilidades para obtener recursos en el medio y largo plazo.

Los empréstitos, cuyos títulos se denominan obligaciones<sup>3</sup>, son préstamos divididos en los que cada obligación representa la parte prestada por el obligacionista a la entidad emisora, el préstamo total sería la suma de los préstamos de todas las obligaciones. Hay una amplia variedad de emisiones de títulos corporativos<sup>4</sup>. Para comenzar su análisis consideramos la forma más sencilla de obligación que permite abordar otros tipos más complejos. Cinco aspectos les caracterizan. Primero, los títulos se amortizan en un número finito de períodos. Segundo, la emisión no tiene prima de emisión ni de reembolso. Este aspecto supone que la cantidad aportada por cada obligacionista, el valor nominal de un título, es lo que hay que abonar para su adquisición y es lo que se recibirá cuando el título se amortice. Tercero, se reembolsan, en periodos consecutivos, un número de obligaciones seleccionadas por sorteo, de este modo, nadie conoce de antemano cuando se amortizará cada título. Cuarto, el tipo de interés se fija en el documento de emisión<sup>5</sup> y no varía hasta la plena amortización de los títulos. Finalmente, los obligacionistas con títulos vivos en cada periodo reciben los intereses, un cupón constante, al final del periodo utilizando ley compuesta.

La Figura 1 muestra, desde la perspectiva del inversor, los flujos de caja de cada título simple que se amortizase al final del periodo  $j$ . En la figura,  $C$  es el valor nominal de los títulos e  $i$  es el tipo de interés.

---

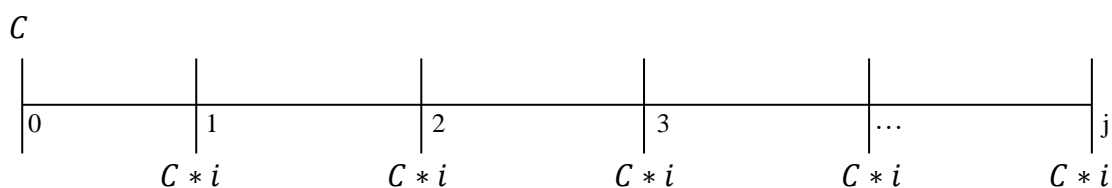
<sup>2</sup> Este producto se obtiene cuando personas físicas o jurídicas se reúnen para proporcionar financiación a un proyecto.

<sup>3</sup> En España se distinguen, según su plazo de reembolso, entre bonos y obligaciones. Los últimos están referidos a títulos de deuda con vencimiento a largo plazo (superior a 5 años). Se denominan bonos a sus equivalentes con vencimiento a medio plazo.

<sup>4</sup> No ocurre lo mismo con las emisiones de deuda pública que varían exclusivamente por los periodos de vencimiento (Soto, 2020, pp. 184-186).

<sup>5</sup> Real decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

## Pagos



## Cobros

*Figura 1: Flujos de caja para un inversor en una emisión de títulos simples*

Un cuadro de amortización recoge la evolución temporal del número de títulos que se emiten, del número de títulos que se amortizan periódicamente, de los pagos a realizar por el emisor periódicamente distinguiendo si es para amortizaciones o corresponden al pago de cupones. En los empréstitos de obligaciones simples los títulos pueden ser amortizados siguiendo distintos criterios, lo que tiene especial relevancia tanto para el emisor como para el inversor, pues cambia notablemente la estructura de los flujos de caja.

Las estructuras de amortización más comunes son dos: siguiendo el criterio de los títulos o de los desembolsos. En el primer caso, se distinguen entre emisiones donde se amortizan un número constante de títulos todos los periodos y emisiones con amortizaciones variables de títulos. En este último caso, se puede considerar amortizaciones siguiendo una progresión aritmética o geométrica, aunque otras leyes no son descartables. En el segundo caso<sup>6</sup>, se distinguen: el emisor realiza el mismo pago todos los períodos o los pagos son variables.

En España, la renta fija, en la que se incluyen los valores de deuda corporativa, se negocia en la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), un mercado regulado incluido dentro de BME (Bolsas y Mercados Españoles). “Está sometido al control y supervisión de las autoridades en cuanto a su funcionamiento y en materia de admisión a cotización de valores y difusión de la información” (BMERF). La emisión de deuda en el mercado de renta fija se

---

<sup>6</sup> Muchas veces, cuando se reembolsa un número variable de bonos en cada periodo, los cálculos matemáticos arrojan cantidades decimales de títulos a amortizar. Para solucionarlo se suelen realizar ajustes como el redondeo o la capitalización de los residuos (Soto Torres, 2020).

encuentra regulada en el Capítulo II de la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial, concretamente en sus artículos 44 y 45.

#### 4.1 Obligaciones que se amortizan por sorteo

Las obligaciones de una empresa compiten en el mercado con emisiones de otras empresas. Por ese motivo, en el mercado de deuda corporativa se pueden encontrar emisiones con diferencias, aunque básicamente siguen la estructura de las obligaciones simples amortizándose por sorteo. Dentro de este tipo de emisiones se destacan ocho tipos.

- Emisiones sin cupón periódico caracterizándose por no abonar cupones periódicamente, produciéndose su abono en el momento del reembolso. El pago que realiza el emisor al final del periodo  $j$  es:  $X_j = C * r_j * (1 + i)^j$ , donde  $r_j$  son los títulos que se amortizan al final del periodo  $j$ .
- Emisiones con prima lo que supone una cantidad adicional, una prima, que se suma al nominal para establecer el pago de reembolso. La diferencia con un empréstito simple está en que el reembolso no sólo incluye el nominal, pues se le suma la prima de amortización. El reembolso del emisor al final del periodo  $j$  sería  $X_j = (C + P_a) * r_j + C * l_j * i$ , donde  $P_a$  es la cuantía de la prima y  $l_j$  indica el número de títulos no amortizados al principio del periodo  $j$ .
- Emisiones con cupón anticipado. En este supuesto, los títulos reciben el cupón al comienzo de cada periodo en vez de finalizado el periodo. Por tanto, en el último periodo, sólo se abonan los reembolsos. Su naturaleza es similar a la de los empréstitos simples, pues la única diferencia es que uno genera una renta pospagable y el otro, una renta prepagable<sup>7</sup>.
- Emisiones que pierden el último cupón. Los títulos que se amortizan no reciben el último cupón, solamente el valor de reembolso. La pérdida del último cupón supone la existencia de una prima de amortización negativa de cuantía equivalente al cupón perdido. Los pagos que realiza el emisor serán los cupones de los títulos vivos en ese período más el reembolso de los amortizados por sorteo:  $X_j = (l_j - r_j)C * i + r_j * C$ .

---

<sup>7</sup> Lo cierto es que esta diferencia es realmente importante a la hora de calcular el VAN de la inversión.

- Emisiones con premios o lotes. En estas emisiones, el emisor entrega en todos o en algunos períodos y a un número fijo o variable de títulos una cantidad adicional al valor de reembolso, en concepto de premio. Estos títulos permiten obtener un mayor rendimiento<sup>8</sup>.
- Empréstitos diferidos caracterizados por el diferimiento en el tiempo de la amortización de títulos (diferido de títulos) o el pago de cupones (empréstito de cupón diferido).
- Emisiones con cupón fraccionado. Los títulos se amortizan por periodos, pero en periodos de amplitud inferior se abonan los cupones. Un ejemplo sería el de un empréstito que paga un cupón semestral y cuya amortización se realiza anualmente. Cada seis meses se pagan los cupones y anualmente se reembolsan los títulos.

#### **4.2 Títulos que no se amortizan por sorteo**

En el mercado existen emisiones cuyos títulos podrían amortizarse sin utilizar un sorteo.

- Los bonos cupón cero<sup>9</sup> caracterizados por no pagar cupones durante su vida, reembolsándose a su valor nominal en una fecha conocida. Su adquisición es al descuento, de modo que se adquieren por una cantidad inferior a su valor nominal. Este tipo de bonos permite protegerse contra el riesgo de reinversión, al aportar un solo pago al final, el inversor no deberá preocuparse de la evolución de los tipos de interés durante la vida del título. Ahora bien, este tendrá que contemplar una posible evolución alcista futura en los mercados, pues, de lo contrario, podría incurrir en importantes costes de oportunidad.
- Los títulos americanos no se reembolsan periódicamente, sino que tienen un plazo establecido. Son emitidos a la par y reembolsados con prima de amortización pudiendo abonar cupón periódico o no.
- Las emisiones indexadas se caracterizan por tener un cupón variable al seguir el tipo de interés la evolución de un índice como, por ejemplo, el Euribor o un índice de bolsa, añadiendo un diferencial fijo. Esta indexación se realiza con la finalidad de eliminar el riesgo de tipo de interés. También son denominados

---

<sup>8</sup> Si fuera un empréstito simple, todos los bonos amortizados en cada periodo obtendrían el mismo rendimiento, por el contrario, cuando se reparten premios, unos disfrutan de un mayor reembolso que otros.

<sup>9</sup> Estos bonos corresponden a los strips de deuda pública.

bonos con interés flotantes y si se especifican topes de fluctuación del índice se llaman bonos mini-max.

- Los denominados bonos amortizados anticipadamente, son bonos cuyo emisor puede amortizar los en un momento anterior al vencimiento. Es frecuente que el precio al que el emisor podrá ejercer su derecho de amortización anticipada varíe en el tiempo. Son emisiones que benefician a los emisores si los tipos de interés disminuyen ya que la antelación de la amortización permite hacer otra emisión a tipos menores.
- Los títulos con reducción del nominal se amortizan a la vez en la fecha de finalización del empréstito, pero el valor nominal disminuye al menos una vez durante la vigencia del contrato. Los cupones se pagan periódicamente, pero disminuirán, puesto que se calculan en base al valor nominal. La disminución del nominal puede ser siempre de la misma cuantía o variable.
- Los títulos de las emisiones convertibles pueden transformarse en una acción de la corporación del emisor. Un bono u obligación convertible es como comprar un título convencional más una opción de conversión<sup>10</sup>. En la emisión se marca una razón de conversión, que marca cuantas acciones se entregarán a cambio de cada bono. A raíz de aquí podemos calcular el precio de conversión, que sería el valor del bono entre el número de acciones. Por ejemplo, si tenemos 1 bono cuyo precio es 1.000€, y nos dan 110 acciones por cada bono (razón de conversión), el precio de conversión es 9,09€ por acción, precio que estaríamos pagando al ejercer la opción de conversión. La diferencia entre lo que se paga por un bono común y uno convertible es el valor que otorga el inversor a esa opción de conversión. En la *Figura 2* se muestra la relación entre el valor del título y el de la empresa al vencimiento del bono. Cuando el bono es convencional su valor tiene un máximo independiente del valor de la sociedad emisora (gráfico *a*). En el gráfico *b*, se aprecia la relación entre el valor de la acción y el de la empresa, este sería el valor de conversión del título. Por último, en el gráfico *c* se representa la misma cuando el bono es convertible. Su valor será el mayor entre su valor como bono y su valor de conversión.

---

<sup>10</sup> Similar a una opción de compra, con la salvedad de que las acciones no se pagan en efectivo, sino que se cambian por bonos.

En las emisiones de títulos convertibles puede ocurrir que el título se convierta directamente en una acción en una fecha acordada. Por ejemplo, la compañía de telefonía móvil Vodafone tendrá que hacer frente a esta conversión en los

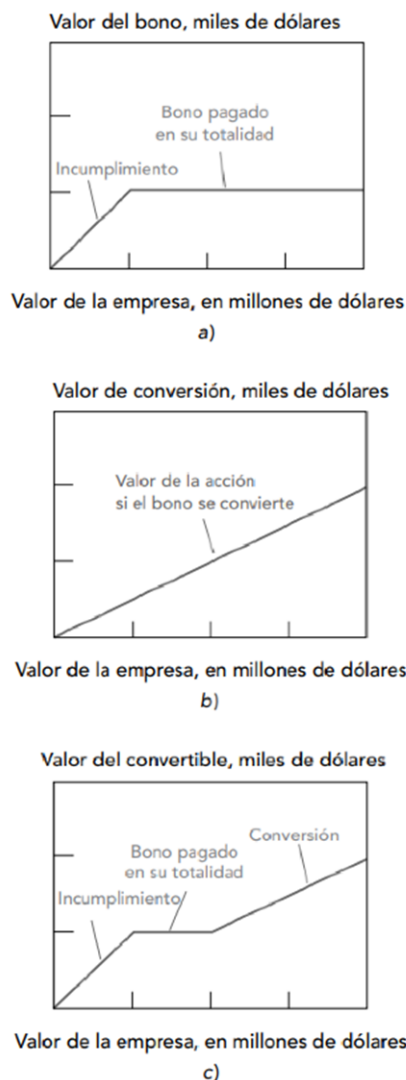


Figura 2. Comparación del valor de un bono, de la opción de conversión y de un bono convertible. Fuente: A. BREALEY, C. MYERS, & ALLEN, 2010, pág. 679

próximos meses a raíz de la emisión de títulos de esta naturaleza que efectuó en 2019 (Proud, 2019).

Parece interesante destacar que un paquete de bonos y warrants podría jugar el mismo papel que los bonos convertibles al ser una combinación de bonos y una opción. Como con los bonos convertibles, los tenedores de warrants esperan que el precio de las acciones suba para así poder ejercer la opción y

obtener un rendimiento. Aunque sean similares, lo cierto es que difieren en varios aspectos. Por ejemplo, los warrants se emiten de forma privada (OTC), son un activo, lo que quiere decir que generalmente se pueden vender para quedarse con el bono, en cambio, la opción de conversión es inherente al bono. También, los warrants se ejercen en efectivo mientras que los bonos convertibles simplemente se intercambian por acciones. Además, tienen un tratamiento fiscal diferente.

- Las participaciones preferentes son títulos sin vencimiento, aunque es frecuente la existencia de una fecha a partir de la cual el emisor puede amortizarlos a la par o con una prima de amortización. Habitualmente se emiten a un valor nominal estableciéndose un cupón, normalmente fijo, que se paga sólo si la compañía obtiene un determinado nivel de beneficio previamente acordado. Los fondos que obtiene el emisor vendiendo estos activos figuran en el balance como capital de la empresa. Tienen prioridad respecto a los accionistas ordinarios en el cobro del cupón. No obstante, en caso de liquidación de la sociedad emisora, los tenedores de estas participaciones se sitúan por delante de los accionistas ordinarios, pero por detrás de los acreedores subordinados en el orden de prelación. Se distinguen dos tipos de participaciones preferentes: acumulativas y no acumulativas dependiendo de si se cobran o no los cupones atrasados.

### **4.3 Lugar de emisión y moneda**

Los títulos de deuda pueden emitirse en la moneda y en el país donde tiene el domicilio el emisor que corresponderían a los bonos nacionales. Un ejemplo sería cuando una empresa española emite, para vender y cotizar en el mercado español, bonos denominados en euros. Ahora bien, existe la posibilidad de emitir en una moneda diferente o en un país diferente al del emisor. Los bonos emitidos por una empresa de un país en un mercado de otro país se conocen como bonos internacionales que se distinguen entre bonos extranjeros y eurobonos.

Los bonos extranjeros se venden en el extranjero, en la moneda del país hacia el cual van dirigidos. Por ejemplo, una empresa suiza emite en dólares americanos para el mercado de Estados Unidos. Estas emisiones seguirán las

regulaciones del país donde se han emitido. Las emisiones de bonos extranjeros que se negocien públicamente en Estados Unidos deben de ser registradas en la Securities and Exchange Commission (SEC<sup>11</sup>). Dependiendo del mercado hacia el que van dirigidos se distingue entre bonos yanquis en dólares, bonos samurái, en yenes, o bonos bulldog en libras. Los bonos yanquis son generalmente registrados en la bolsa de Nueva York y en Europa y Asia cuando la emisión es global. En España, antes de la entrada en la moneda común se emitía el bono matador, en pesetas, pero en la actualidad ya no hay emisiones, aunque hay cinco emisiones vivas en el mercado AIAFF, dos vencen en 2021 y las otras en 2026 a un tipo de interés próximo al 10%.

Los eurobonos se emiten en una divisa diferente a la del país donde se colocan. Son frecuentemente utilizados por países en desarrollo, especialmente por países latinoamericanos. La comercialización de las emisiones de eurobonos corre por cuenta de agrupaciones internacionales de colocadores, como las sucursales londinenses de grandes bancos europeos, estadounidenses o japoneses y agentes de valores.

#### **4.4 Garantías y orden de prelación**

Es frecuente que las emisiones de deuda a largo plazo tengan garantías. Esto implica que, si la empresa deja de pagar su deuda, el prestamista puede tomar posesión de la garantía. En caso de que la garantía no cubra la deuda, el monto restante queda sujeto a una demanda general junto con cualquier otro tipo de deuda sin garantía, sobre otros activos de la empresa. La mayoría de los bonos garantizados son bonos hipotecarios, respaldados por uno (bonos hipotecarios) o varios préstamos hipotecarios (cédulas hipotecarias). También pueden usarse como garantía acciones, préstamos, obligaciones de otra empresa, etc. Por ejemplo, una matriz propietaria de las acciones de sus subsidiarias puede emitir deuda utilizando a estas últimas como garantía. No obstante, el acreedor debe tener en cuenta que las subsidiarias también poseerán deuda y su balance puede estar subordinado a las demandas de sus

---

<sup>11</sup> La SEC en Estados Unidos es equivalente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en España.



propios acreedores<sup>12</sup>. Por eso, en muchas ocasiones las emisiones de deuda incluyen restricciones a sus subsidiarias sobre la emisión de deuda.

Un tipo especial de títulos respaldados por activos son los bonos de titulización que permite a las compañías convertir activos poco líquidos en activos más líquidos. Un ejemplo muy común son los títulos respaldados por hipotecas o mortgage-backed securities (MBS). Es muy habitual que una entidad compre un paquete de préstamos hipotecarios y, para financiar esa compra emita estos títulos. Los tenedores de estos activos recibirán parte de los pagos que generen los préstamos. Las hipotecas no son los únicos préstamos que se titulizan, los préstamos para vehículos, préstamos personales o los flujos a cobrar de tarjetas de crédito también se venden en forma de bonos.

Otra forma de deuda con garantía es el certificado de equipo en fideicomiso. Esta sirve para financiar la compra de bienes de equipo<sup>13</sup>, que serán la garantía del préstamo.

En muchos contratos de emisión se estipula la aportación de pagos periódicos a un fondo de amortización como garantía de la solvencia del emisor para devolver el nominal. Con este fondo el fiduciario selecciona por sorteo los bonos para amortizarlos a su valor nominal. Como alternativa, la compañía puede comprar estos bonos en el mercado y entregarlos al fondo. Esta es una posibilidad muy interesante para la empresa; cuando el precio del bono en el mercado es bajo, es razonable pensar que esta optará por comprarlos, y cuando es alto, los amortizará por su valor nominal. Normalmente existe un fondo de amortización obligatorio y uno opcional, que puede formarse si la empresa lo desea. Como se menciona anteriormente, un fondo de amortización es una muestra de solvencia por parte del deudor que, como es obvio, este debe poder satisfacer, pues si no lo hace corre el riesgo de que los inversores reclamen la devolución de su dinero<sup>14</sup>. Por otro lado, siendo realistas, el fondo de amortización no es muy buena prueba de solvencia cuando se permite que la empresa recompre sus bonos en el mercado, pues, a medida que el valor de

---

<sup>12</sup> Esto supondría poner en peligro su posición en la cola de los acreedores ante una situación de incumplimiento, por lo tanto, el riesgo que asume el inversor es mayor que el que en un primer momento podría parecer.

<sup>13</sup> Originalmente se usaban para financiar vagones de ferrocarril, actualmente se utilizan para financiar camiones, aviones, barcos e incluso contenedores de envío.

<sup>14</sup> Las emisiones de menor calidad suelen tener un fondo de amortización mayor, mientras que las de mayor calidad frecuentemente tienen un fondo pequeño o incluso ninguno.

mercado de la deuda declina conforme la empresa va sufriendo problemas financieros, el fondo de amortización pierde prueba de solvencia.

Las emisiones, como se ha comprobado, pueden ser muy diferentes y si la sociedad emisora entra en quiebra no todas las obligaciones tienen la misma prioridad de saldar la deuda. La prelación la establece el Código Civil y de acuerdo a lo allí establecido, se puede establecer el siguiente orden de prelación respecto a los títulos.

- Deuda Senior Garantizada que corresponden a las cédulas hipotecarias (covered bonds en inglés). Tiene la mayor calidad crediticia. Estos títulos solo pueden ser emitidos por entidades de crédito.
- Obligaciones ordinarias que ya han sido analizadas en este trabajo y pueden diferir en el tipo de cupón, los vencimientos, la indexación a alguna variable de mercado o intentar eliminar el efecto de la inflación.
- La deuda subordinada entre la que se incluye las participaciones preferentes.
- Deuda híbrida que incluye los bonos convertibles o los cocos. En caso de quiebra o liquidación del emisor, los tenedores de híbridos están solo por encima de los accionistas en cuanto a prelación de cobro. Suelen ser instrumentos emitidos a muy largo plazo o perpetuos, teniendo el emisor la capacidad de cancelación en fechas determinadas si se incorpora una opción call, esto es, un derecho de amortización.
- Las acciones no tienen ninguna protección en caso de quiebra de la entidad.

Los bonos corporativos conllevan varios riesgos que el inversor debe asumir, aun así, este debe asegurarse de que la compañía juegue limpio. Desde luego no le conviene que la empresa se endeude demasiado, porque esto provocaría un aumento del riesgo de incumplimiento. Por ello, muchas veces se estipula una cláusula que limita el nivel de endeudamiento al que puede someterse la empresa. Ahora bien, no todas las deudas son iguales, así pues, la de carácter prioritario será la primera en orden de pago, mientras que la subordinada estará condicionada por los fondos que resten tras el pago a los primeros. Por lo tanto, al tenedor de bonos prioritarios no le importará que la compañía emita más deuda subordinada, pero sí limitará la emisión de deuda análoga a la suya. En cambio, a los poseedores de bonos subordinados les preocupará cualquier tipo de deuda que la empresa adquiera, por lo tanto, una emisión de

este tipo suele incluir una restricción tanto al total de deuda como a la proporción de la prioritaria<sup>15</sup>. Lo que sí preocupa a cualquier deudor es la emisión de deuda con garantía, por eso en muchas emisiones se incluye una cláusula que reconoce a los tenedores como beneficiarios del respaldo en caso de que la empresa realice una nueva emisión de este tipo. Pero la compañía también puede acudir al arrendamiento a largo plazo de un activo en lugar de emitir deuda con garantía, esto, para el arrendador sería similar a poseer bonos garantizados, y a la empresa le permitiría cumplir con las limitaciones mencionadas. Aun así, lo cierto es que también se suele limitar este tipo de operaciones porque suponen igualmente una amenaza para el inversor.

Además de las cláusulas mencionadas, existe otra muy común que limita el reparto de dividendos o la recompra de acciones que la empresa puede hacer. Esto se hace para prevenir el riesgo de que esta reparta todos o gran parte de los flujos que obtenga de los activos, dejando a sus acreedores sin capital líquido con el que cobrar su deuda.

## **4.5 Riesgos y rating**

Los inversores asumen una serie de riesgos cuando adquieren un activo de renta fija, existen distintos tipos de riesgos, especialmente en los títulos de largo plazo. Estos son:

- Riesgo de tipo de interés surgiendo como consecuencia de las posibles variaciones del tipo de interés durante la vida de la inversión. Si un bono recibe un interés fijo, una disminución de los tipos de interés de mercado incrementaría su valor, mientras que, en una situación contraria, disminuiría.
- Riesgo de insolvencia considerando la posibilidad de que el emisor no sea capaz de hacer frente a los pagos futuros. Si esta probabilidad es alta, es muy posible que este no pueda pagar los intereses, las amortizaciones o incluso ambas partidas.
- Riesgo de liquidez relacionado con la posibilidad de que el inversor no pueda vender el activo rápidamente y a un precio razonable.

---

<sup>15</sup> Cuanto mayor sea la proporción de deuda prioritaria menores serán las posibilidades de que los acreedores subordinados cobren su capital en una situación de insolvencia.

- Riesgo financiero asociado a la probabilidad de que puedan surgir hechos que afecten negativamente al negocio o al del sector en el que el emisor opera, afectando al precio del activo.
- Riesgo de reinversión refiriéndose a la posibilidad de que los rendimientos periódicos sean reinvertidos en un contexto en el que los tipos de interés del mercado hayan disminuido. Si un inversor adquiere un bono simple y reinvierte los cupones adquiriendo más bonos en el mercado, pero los tipos de interés son menores, la rentabilidad de su capital se verá reducida.<sup>16</sup>
- Riesgo de volatilidad de tipos de interés.
- Riesgo de tipos de cambio considerando las posibles fluctuaciones del tipo de cambio que pueden afectar la rentabilidad de la inversión en activos emitidos en otra moneda.
- Riesgo de inflación surgiendo como consecuencia de la influencia de la inflación sobre los rendimientos y el valor de los activos financieros.

Con el fin de aportar información relevante sobre algunos riesgos relacionados con la capacidad del emisor para hacer frente al pago de la deuda emitida (riesgo de crédito), se elaboran calificaciones crediticias o rating. Estas calificaciones son simplemente opiniones realizadas por agencias especializadas, es decir, no tienen un carácter garantista, sino que pretenden aportar información a los inversores en base a los análisis previamente elaborados. Los análisis se realizan considerando la información económica – financiera de la empresa y del mercado en el que opera, tratando de medir su solvencia y las posibilidades de impago. Se pueden distinguir entre calificaciones de empréstitos a corto plazo y a largo plazo, pues tienen tratamientos distintos. En las de largo plazo existen dos grandes bloques diferenciados: “grado de inversión” (investment grade) y “de alto rendimiento” (high yield), también conocido como “de especulación” o “basura”. La calificación mínima que debe tener una emisión para considerarse del primer grupo es de BBB para la Agencia Fitch y Baa para Moody’s y Standard and Poor’s<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Como se señala más adelante, este riesgo se elimina si el inversor adquiere bonos sin pago periódico de cupones o bonos cupón cero.

<sup>17</sup> Se entienden tanto BBB como Baa en su conjunto, teniendo en cuenta que dentro de estas calificaciones hay tres grados, así para el primer caso existen BBB+, BBB o BBB-, y para el segundo Baa1,

MOODY'S		S&P		FITCH		GRADOS OTORGADOS
Deuda L/P	Deuda C/P	Deuda L/P	Deuda C/P	Deuda L/P	Deuda C/P	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	A1+	Calidad óptima
Aa1		AA+		AA+		Alta calidad
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	A1	Buena calidad
A2		A		A		
A3		A-	A-2	A-	A2	Calidad satisfactoria. Tensiones en el L/P.
Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2		BBB		BBB		
Baa3	BBB-	BBB-				
Ba1	P-3	BB+	B	BB+	B	Calidad cuestionable. Escala especulativa.
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Calidad dudosa. Alto grado especulativo. Dudas en el L/P.
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa	P-3	CCC+	C	CCC	C	Riesgo sustancial.
Ca		CCC				Calidad muy pobre. Posibilidades altas de impago.
C		CCC-				
	P-3	D	/	DDD	/	Situación de insolencia. Bajas probabilidades de recobro.
				DD		
				D		

Figura 3. Calificaciones de Moody's, Standard and Poors y Fitch. Fuente: García., 2012

A pesar del papel cada vez más importante de los modelos cuantitativos en el proceso de calificación, las agencias de calificación crediticia hacen hincapié en que sus calificaciones no están simplemente impulsadas por fórmulas, sino que

---

Baa2 o Baa3, ordenados de mejor a peor puntuación. Es decir que, el límite entre grado de inversión y de alto rendimiento realmente se sitúa en el menor grado de cada una.

existen numerosas consideraciones cualitativas con especial relevancia en el estudio de la capacidad del emisor para hacer frente a los pagos de su deuda.

#### **4.6 Otros esquemas de financiación**

Otra opción, muy utilizada es la colocación privada. Existen algunas diferencias entre esta y la emisión pública de bonos. Para empezar, los contratos emitidos en los mercados son mucho más complejos, pues además de tener que registrarlos y cumplir con la normativa vigente de cada país, el emisor debe seleccionar una figura para garantizar los intereses del inversor. La segunda diferencia importante es que los bonos de emisión pública, al contrario que en la colocación privada, son mucho más estándares, permitiendo su compra y venta continúa sin necesidad de revisar en profundidad las condiciones fijadas en el contrato. Por otro lado, los contratos privados suelen tener condiciones más estrictas en favor del inversor, pero esto no es un gran inconveniente para el deudor porque es posible llegar a un acuerdo mucho más “personalizado” y adaptado a sus necesidades. Además, la relación de cercanía existente entre ambas partes permite que en el futuro se pueda modificar el acuerdo ante un entorno cambiante o excepcional.

Los costes de la colocación privada son, generalmente, inferiores a los que se incurren en la emisión pública. En muchos países, siempre que una compañía hace una oferta pública está obligada a registrarla en el organismo público correspondiente. Es frecuente también que la legislación marque unos requisitos y límites en este tipo de emisiones. Estos costes se evitan vendiendo valores de forma privada, pero hay que tener en cuenta que tiene desventajas para el inversor como que son menos líquidas, lo que los lleva a exigir una mayor rentabilidad que deberá asumir la compañía emisora.

En este trabajo no se profundizará en los préstamos y créditos como forma de obtener financiación a largo plazo, ya que se considera que es una alternativa que puede aportar poco valor adicional a lo ya mencionado en anteriores apartados. Aun así, es cierto que existe un tipo específico que sí que cabe mencionar, la financiación de proyectos. Esta alternativa esté destinada básicamente, a financiar inversiones normalmente ligadas al sector de las infraestructuras, energías renovables, “utilities” etc, tales como carreteras,

plantas eléctricas, parkings de vehículos, aeropuertos, parques eólicos, refinerías, etc... Se caracterizan por requerir de una alta inversión inicial, tener una vida muy larga y una gran predictibilidad de sus flujos de caja, que suelen ser muy estables en el tiempo. Asimismo, la deuda está respaldada por el propio proyecto, no por la compañía propietaria, lo que quiere decir que además de sus activos, son los contratos y garantías otorgadas por su propietario, sus clientes, proveedores y, frecuentemente los gobiernos<sup>18</sup> los que la respaldan. Es este respaldo, y la estabilidad y predictibilidad de sus ingresos, lo que permite contemplar estructuras de financiación con un plazo y apalancamiento fuera del alcance de una estructura corporativa con una calificación crediticia comparable. De hecho, en lo que se refiere a plazos de financiación, se puede alcanzar los 30 años para los riesgos de mayor calidad, mientras que el nivel de apalancamiento puede llegar hasta un 90% de la inversión. (Furió, 2018).

Estos esquemas de financiación sin embargo cuentan con un mayor número de restricciones. Una compañía que desea estructurar un “project finance” debe acceder a firmar contratos de venta y de suministro por la práctica totalidad de su capacidad y a precios fijos y a plazos elevados con el objetivo de reducir la volatilidad de sus ingresos. Además, debe otorgar prenda a los bancos sobre los activos y acciones de la sociedad. Y por último debe someterse a unas obligaciones financieras y políticas ajustadas que aseguren el buen funcionamiento de la actividad (Furió, 2018).

Las “Project finance” pueden ser muy distintas, pero comparten algunos aspectos:

- El proyecto se establece como una compañía separada. Esto constituye una ventaja para la compañía matriz, porque le permite “aislar” de su balance este apalancamiento, evitando que se altere la calificación crediticia de su estructura financiera.
- Pertenece a un pequeño grupo de inversores, que incluye a contratistas y administradores de la actividad, compartiendo así el riesgo. Esto favorece el cumplimiento de los contratos firmados.

---

<sup>18</sup> A menudo, el éxito de este tipo de inversiones depende de la buena voluntad del gobierno por eso es muy frecuente que exista un contrato con este, o incluso, participe en la financiación del proyecto.

- El gobierno puede comprometerse a aprobar las licencias y permisos necesarios para llevar a cabo el proyecto, garantizar los tipos de cambio, aportar financiación etc.
- Los prestamistas no podrán realizar reclamaciones a las compañías matrices, ya que el proyecto se constituye como una sociedad independiente.

## 5 Perspectivas de futuro

En el siglo XXI se han difuminado los límites de las recesiones hasta tal punto que resulta realmente complicado distinguir el inicio y el fin de cada ciclo económico. En febrero de 2020, la Organización para la cooperación y el desarrollo económicos (OCDE) emitió un informe (Çelik, 2020) en el que alertaba de una situación preocupante en el mercado de bonos, advirtiendo de los riesgos que emergen como resultado de una política monetaria expansiva mantenida durante más tiempo del que posiblemente conviene.

Según este informe, la deuda corporativa alcanzaba un máximo histórico en términos reales de 13,5 billones de dólares a finales de 2019, año en el que las empresas no financieras emitieron 2,1 billones de dólares en bonos. Durante el período 2008 – 2019, las emisiones promedio anuales a nivel global fueron de 1,8 billones de dólares, el doble que en el período 2000 – 2007. Además, el informe revelaba una disminución de la calidad crediticia, mayores requerimientos de pago, vencimientos más largos y menor protección para el inversor. A continuación, se resumen los puntos clave del informe.

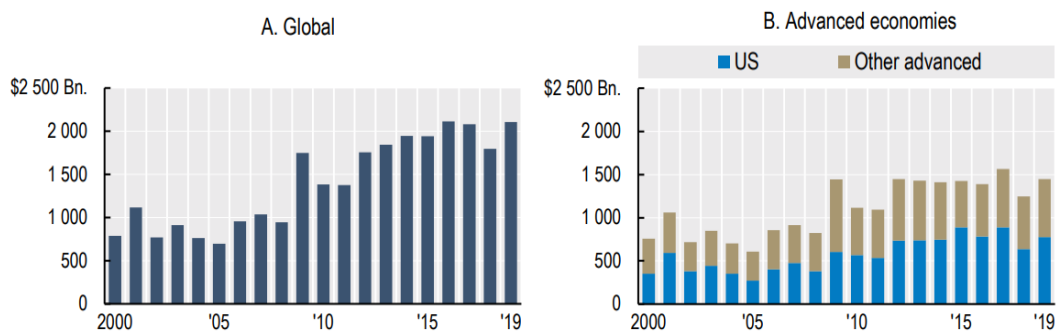


Figura 4. Emisiones de bonos por empresas no financieras. Fuente: OCDE.

El aumento significativo del stock en circulación de bonos corporativos implica un aumento de las obligaciones de reembolso. Para cada fin de año entre 2000 y 2019, el Panel B de la Figura 5 proporciona la cantidad pendiente ajustada



por inflación de los bonos corporativos que debe devolverse o refinanciarse dentro de cada uno de los 3 años posteriores. A partir de diciembre de 2019, las empresas no financieras de todo el mundo han tenido que devolver o refinanciar 1,3 billones de dólares en un año. En 2021, la cifra ascenderá a 2,9 billones de dólares y en 2022 a 4,4 billones de dólares. La cantidad pendiente de amortizar en estos 3 años representa un 32,4% del importe total pendiente, lo que constituye una cifra récord.

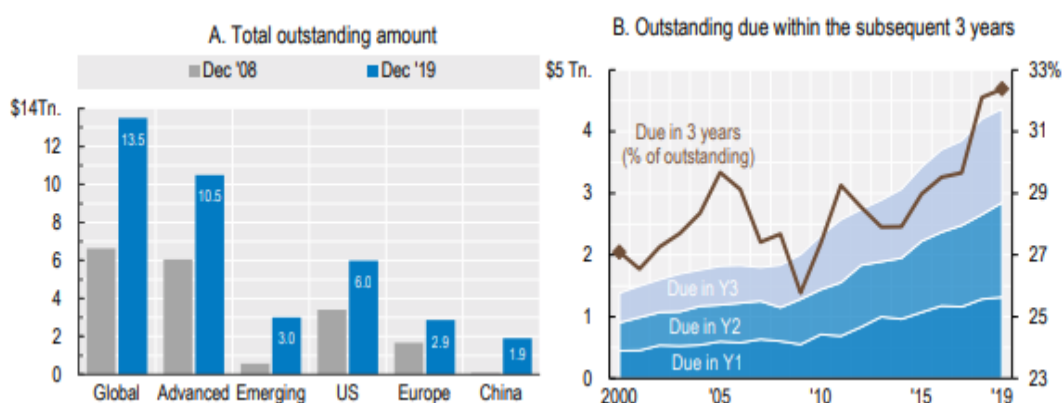


Figura 5. Estadísticas de bonos corporativos e importe pendiente. Fuente: OCDE, Thomson Reuter Eikon.

## 5.1 Calidad de los bonos

Desde 2010, alrededor del 20% del importe emitido fueron de grado de alto rendimiento (bonos basura), en 2019 estos alcanzaron el 25%. Este es el período más largo desde 1980 en el que la porción de emisión sin grado de inversión se ha mantenido tan alta, lo que incrementa la probabilidad de que las tasas de incumplimiento en una recesión sean más altas que en ciclos crediticios anteriores. Es importante destacar que más de la mitad (51%) de los nuevos bonos de grado de inversión en 2019 recibieron una calificación BBB, la menor dentro del grado de inversión. Durante el período 2000-2007, estas representaron el 39%. Cabe mencionar también, que existe una correlación negativa entre las calificaciones y la volatilidad de los precios de los bonos (Jack Bao, 2015). En el panel B de la Figura 6 se aprecia un aumento de la proporción de emisiones BB dentro de las calificadas como alto rendimiento, esto se puede asociar a una salida del mercado de emisores de baja calidad, que optan por los préstamos (Çelik, 2020).

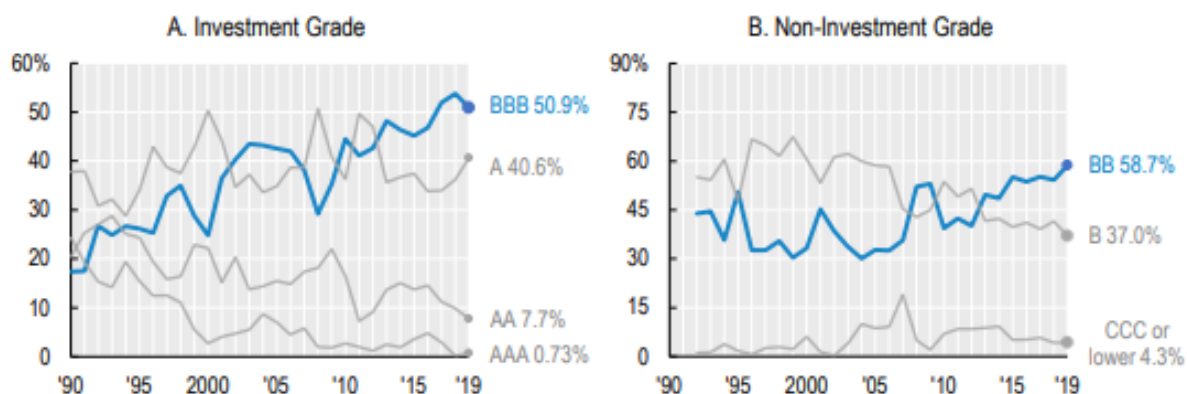


Figura 6: Composición de la emisión por categoría de rating. Fuente: OCDE, Thomson Reuters Eikon.

## 5.2 Vencimientos más largos y mayor sensibilidad a los precios

La duración media de los bonos con grado de inversión en la fecha de emisión fue de 12,4 años en las emisiones realizadas en el periodo 2014 – 2018, de 2000 a 2004, esta fue de 9,4 años. En 2019, el promedio de los vencimientos acordados en la emisión fue de unos 13 años. Puesto que los vencimientos más largos están asociados a una mayor volatilidad de los tipos de interés, la combinación de vencimientos más largos y una calidad crediticia decreciente ha hecho que los mercados sean más sensibles a los cambios de política monetaria.

## 5.3 La propiedad de los bonos corporativos

En la Figura 7 *Error! No se encuentra el origen de la referencia.* se aprecia la estructura de la propiedad nacional de bonos corporativos emitidos entre 2018 y 2019 en 7 categorías diferentes para la Zona Euro, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. En las cuatro regiones, el sector financiero (categorías de color azul) posee en su balance la mayor parte del stock de títulos de deuda corporativa, concretamente el 86% en Estados Unidos y Japón, el 93% en la Eurozona y el 98% en Reino Unido.

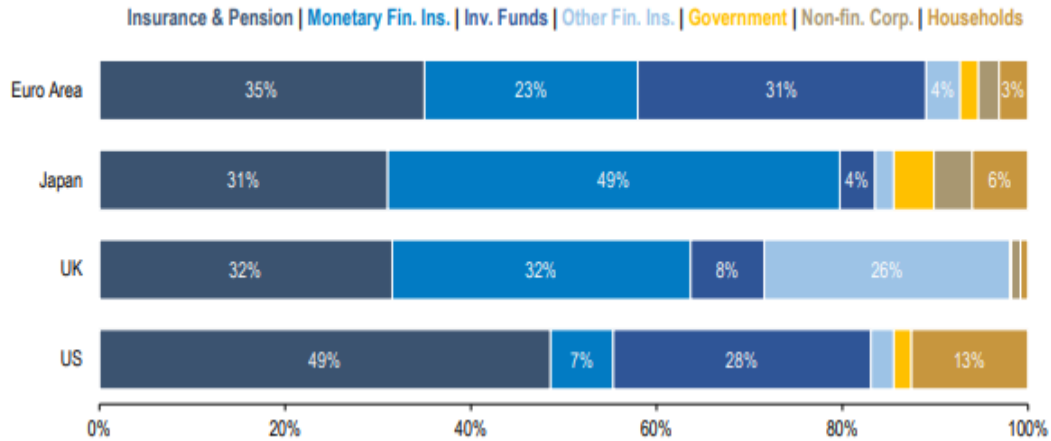


Figura 7. Distribución de la propiedad de bonos en circulación. Fuente: OCDE.

Entre los inversores financieros, las compañías de seguros y los fondos de pensiones tienen un papel importante, ya que poseen más del 30% del stock en circulación de bonos corporativos en todas las regiones. Las instituciones financieras monetarias<sup>19</sup> también tienen un importante papel en el mercado de bonos corporativos, pues en 2019 poseían el 23% de los bonos emitidos en la Eurozona, el 49% en Japón y el 32% en Reino Unido. Por otro lado, en Estados Unidos tan sólo poseían el 7%. Los fondos de inversión poseían en la Zona Euro el 31% y en EEUU el 28%, pero menos de un 8% en Reino Unido y Japón.

#### 5.4 Preocupaciones de estabilidad financiera

El creciente stock de los bonos con calificación BBB ha permitido a los inversores obtener mayores rendimientos. No obstante, la elección de la cartera suele estar influenciada por las calificaciones crediticias. Esta influencia de las calificaciones crediticias se produce a través de regulaciones que utilizan grados de calificación como referencia para establecer límites cuantitativos y requisitos de capital o a través de estrategias de inversión basadas en la calificación autoimpuestas que se reflejan en sus políticas de inversión. Por ello, la concentración de bonos en circulación justo en el límite que los califica como “de inversión” supone un riesgo de ventas masivas en un escenario de

<sup>19</sup> Bancos centrales, fondos del mercado monetario, corporaciones de captación de depósitos (Çelik, 2020).

grandes rebajas de rating, lo que pondría a los mercados financieros bajo presión, dando lugar a una gran inestabilidad financiera.

Un ejemplo son las compañías de seguros, cuya actividad está sujeta a regulaciones muy estrictas. Existen dos tipos diferentes de regulaciones que influyen en sus inversiones: por un lado, están las regulaciones basadas en el riesgo, que exigen mayor capital en función de los riesgos que asume la compañía en sus inversiones, influyendo así en la composición de su cartera. En segundo lugar, los límites cuantitativos influyen en la composición de la cartera de inversiones a través de límites definidos y estándares en cierto tipo de inversiones. La gran diferencia es que el primer tipo, establece unos requisitos de capital propio que debe cumplir la compañía dependiendo del riesgo que asuma, que puede variar según evolucione el mercado, mientras que el segundo establece unos límites para todas las compañías basándose exclusivamente en el riesgo que asumen con su actividad, es decir, dependen del riesgo “ex ante” del tipo de primas de seguros que poseen, no teniendo en cuenta otros riesgos y su posible evolución futura. En los últimos años, ha habido una clara tendencia de los países a pasar a regímenes de capital basados en el riesgo en la regulación de las compañías de seguros<sup>20</sup>. En la Unión Europea, la Directiva de Solvencia II marca requisitos basados en el riesgo desde su entrada en vigor en 2016. Por otro lado, los fondos de pensiones siguen estando mayormente regulados en base a límites cuantitativos, siendo pocos los países que han adoptado una legislación con requisitos de capital basados en el riesgo.

La adopción de límites de capital basados en el riesgo para las compañías de seguros ha provocado, en general que las valoraciones de los activos y pasivos se ajusten más al mercado (Çelik, 2020). Normalmente los activos se deprecian en una recesión económica, mientras que los pasivos no se alteran o se deprecian menos que los activos. Si esta diferencia es muy grande, provocando caídas de los coeficientes de solvencia de estas compañías por debajo de los mínimos requeridos, se podrían producir ventas masivas de activos, en busca de una reestructuración de sus carteras de inversión hacia una de menor riesgo. Su capacidad para adoptar una cartera de activos de

---

<sup>20</sup> Entre ellos Australia, los países de la UE, Canadá, Japón, Corea, México, Suiza, Estados Unidos y Sudáfrica, ya han adoptado un régimen basado en el riesgo (Çelik, 2020).

menor riesgo dependerá de liquidez del mercado, que será menor cuanto más profunda sea la recesión.

Por otro lado, el aumento de la propiedad de los bonos corporativos por parte de los fondos de inversión también provoca preocupación ante las posibles ventas masivas en un escenario de recesión económica acompañado de disminuciones de rating. Un posible desajuste entre los requisitos de liquidez de los fondos de inversión (debido a la promesa de rescate diario) y la falta de liquidez de sus tenencias, incluidos los bonos corporativos, es visto como una vulnerabilidad estructural por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, 2017).

## **5.5 Situación desde el inicio de la crisis del covid-19**

En 2020, las emisiones de bonos por empresas no financieras alcanzaron un récord histórico superando los 3 billones de dólares. Muchos emisores han podido emitir nueva deuda, puesto que los mercados han sido tan receptivos que, como se puede ver en la *Figura 8*, los rendimientos están alcanzando mínimos históricos, tanto en el sector empresarial como en el de las finanzas públicas. Junto con rendimientos muy bajos, los vencimientos se han ido alargando, en particular para las empresas con grado de inversión (calificadas con 'BBB-' o superior) en los países desarrollados (Standard and Poor's, 2021). Los bancos centrales reaccionaron manteniendo el sistema financiero estables, con tipos de interés bajos, lo que ha permitido el incremento de las emisiones. Por ejemplo, el BCE puso en marcha en marzo de 2020 el Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), dotado de un presupuesto total de 1,85 billones de euros<sup>21</sup> y un tercer TLRO.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> Que se sumaban al programa de compra de activos ya vigente (APP).

<sup>22</sup> Plan por el que se subastan préstamos a largo plazo a tipos de interés bajos, con el requisito de que esos los presten en la economía real.

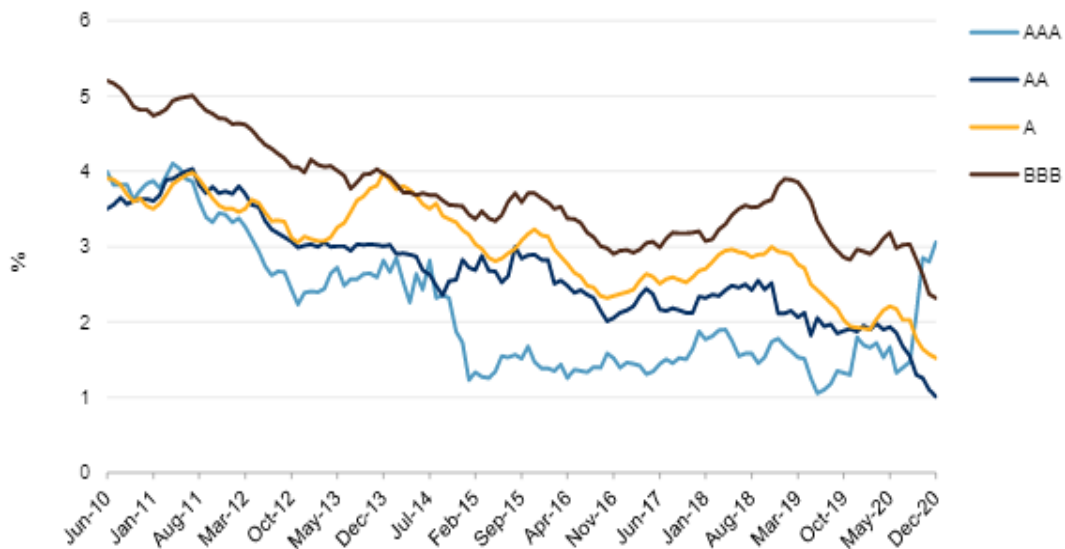
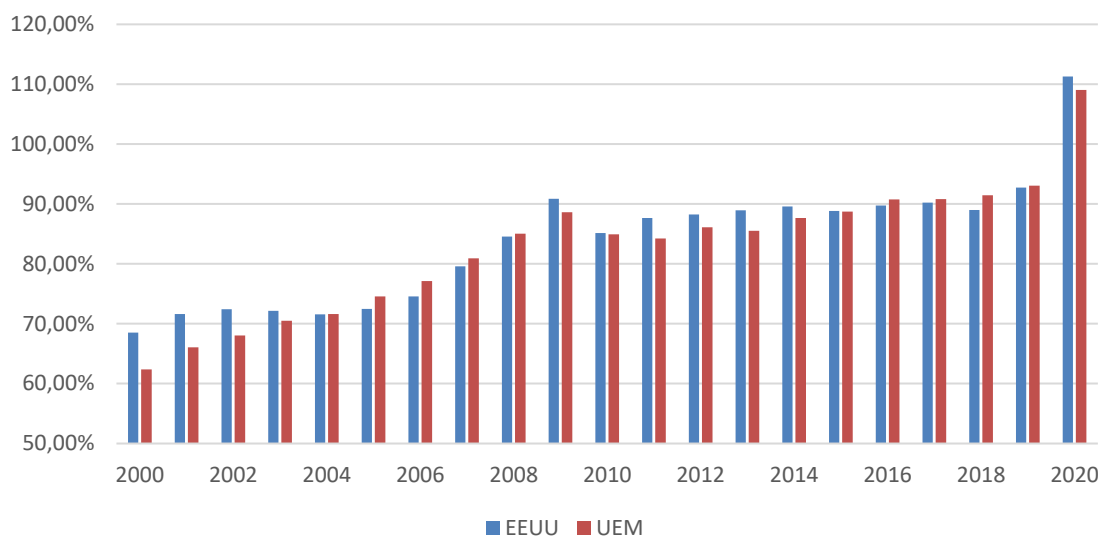


Figura 8. Rendimientos promedio en el mercado primario de los bonos corporativos en todo el mundo.

Fuente: Standard and Poor's, 2021.

## 5.6 La inflación

Cuando parecía que las políticas monetarias de estímulo no conseguían alcanzar los objetivos de inflación en la economía real marcados por los bancos centrales, empiezan a haber indicios de que está va a hacer acto de presencia, y posiblemente durante más tiempo del que se espere. En Estados Unidos la tasa de inflación anual ha alcanzado un máximo desde 2008 al alcanzar el 5%, en la Eurozona alcanzó el 2%. Las tensiones inflacionarias podrían poner en aprietos a los bancos centrales, obligándoles a rebajar sus políticas de estímulo. Si esto sucediera, las primas de riesgo posiblemente aumenten, poniendo en aprietos a numerosos deudores. Una avalancha de impagos y disminuciones de rating comenzarían el efecto dominó de la catástrofe en los mercados.



*Figura 9. Masa monetaria medida con el agregado M3.*

*Fuentes: BCE y Banco Mundial.*

Si observamos la masa monetaria (M3) sobre el PIB de EEUU y la Unión Europea, representadas en la *Figura 9* podemos distinguir el incremento de más de 10 puntos porcentuales que ha experimentado en 2020 respecto a 2019, situándose en el 111% en EEUU y el 109% en la UEM. Si bien esto se ha visto influido por la reducción del PIB, cabe esperar que la evolución de la masa monetaria de ambas regiones se traduzca, tarde o temprano, en un incremento de los precios. Si acudimos a la explicación monetarista de la inflación, el brusco aumento de la actividad económica tras el parón provocado por la pandemia ha provocado un cambio brusco en la velocidad de circulación del dinero, que, unido al incremento de la oferta monetaria producirá tensiones inflacionistas que ya se están dejando notar.

## Bibliografía

- A. BREALEY, R., C. MYERS, S., & ALLEN, F. (2010). *Principios de finanzas corporativas*. McGraw-Hill.
- BMERF. (s.f.). *BMERF*. Obtenido de bmerf.es:  
<https://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeAIAF.aspx>
- Çelik, S. G. (2020). *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*. París: OECD Capital Market Series.
- El Economista. (1 de junio de 2021). Mercadona cierra la venta de 27 tiendas al fondo israelí MDSR por más de 100 millones. *El Economista*, pág. 1.
- FSB. (2017). *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*. FSB.
- Furió, E. (7 de junio de 2018). 'Project finance', la alternativa de financiación para grandes proyectos. Obtenido de bbva.com: <https://www.bbva.com/es/project-finance-la-alternativa-financiacion-grandes-proyectos/>
- García, A. M. (junio de 2012). *Calificaciones de riesgo. Definición e influencia en la última década*. Obtenido de digibuo.uniovi.es:  
<https://digibuo.uniovi.es/dspace/bitstream/handle/10651/4017/ACC-.pdf;jsessionid=DD474686253E303A2CD1438ADA589378?sequence=1>
- Jack Bao, J. C. (2015). *Prices and Volatilities in the Corporate*. Columbus. Fisher College of Business.
- Jefatura del Estado. (27 de abril de 2015). *Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial*. Obtenido de boe.es:  
<https://www.boe.es/boe/dias/2015/04/28/pdfs/BOE-A-2015-4607.pdf>
- Ministerio de Economía y Hacienda. (20 de noviembre de 2007). *Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba*. Obtenido de boe.es:  
<https://www.boe.es/buscar/pdf/2007/BOE-A-2007-19884-consolidado.pdf>
- Naujoël. (24 de junio de 2019). *Concepto y características de la emisión de obligaciones*. Obtenido de DerechoUned: <https://derechouned.com/libro/mercantil-1/4757-las-obligaciones>
- Proud, L. (9 de marzo de 2019). Los malabarismos financieros de Vodafone ocultan los riesgos. *Cinco Días*, pág. 1.
- Soto Torres, M. D. (2020). *Operaciones financieras, estructura y dinámica*. Valladolid. Ediciones Universidad de Valladolid.
- Standard & Poor's. (2020). *Default, Transition, and Recovery: U.S. Recovery Study: Clouds Loom As Defaults Rise*.
- Standard and Poor's. (26 de julio de 2021). Credit Trends: Global Financing Conditions: Bond Issuance Remains Strong Despite An Expected Modest Contraction. Canada, EEUU.



Suárez, A. S. (2014). *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Madrid: Pirámide.

Swiss Re. (Febrero de 2013). *¿Qué sabe usted acerca de Solvencia II? Introducción de alto nivel para partes interesadas procedentes de*. Swiss Re: Swiss Re.