



---

**Universidad de Valladolid**

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES, JURÍDICAS Y DE LA  
COMUNICACIÓN

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO DE FIN DE GRADO

**Emisión de valores de renta fija de las empresas del Sector  
Transportes y Comunicaciones en el periodo 2007-2016**

Presentado por Alba Robledo Cacho

Tutelado por Susana Alonso Bonis

Segovia, 22 de junio de 2018



# ÍNDICE

ÍNDICE DE FIGURAS.....	2
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	2
ÍNDICE DE TABLAS.....	3
INTRODUCCIÓN.....	5

## CAPÍTULO 1

### LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

1.1 Estructura económica y financiera de la empresa.....	9
1.2 Decisión de financiación.....	10

## CAPÍTULO 2

### EMISIONES DE TÍTULOS DE RENTA FIJA PRIVADA: NEGOCIACIÓN Y CARACTERÍSTICAS

2.1 Mercados de renta fija privada.....	15
2.1.1 Introducción.....	15
2.1.2 Dónde comprar y vender renta fija privada.....	15
2.1.3 Activos de renta fija emitidos.....	16

## CAPÍTULO 3

### ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR TRANSPORTES Y COMUNICACIONES EN EL PERIODO 2007-2016

3.1 Análisis empírico.....	19
3.2 Muestra de empresas.....	19
3.3 Análisis individual de las empresas del Sector Transportes y Comunicaciones.....	19
3.3.1 Abertis Infraestructuras, S.A.....	19
3.3.2 Adif-Alta Velocidad.....	28
3.3.3 Autopistas del Atlántico, S.A.....	32
3.3.4 Autopista Concesionaria Astur-Leonesa, S.A.....	36
3.3.5 Autovía de los Viñedos.....	40
3.3.6 Telefónica, S.A.....	44
3.4 Análisis comparado del Sector Transportes y Comunicaciones.....	52

**CONCLUSIONES**.....59

**REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**.....61

**ANEXO I**

Tablas de datos utilizados en los análisis.....65

**ANEXO II**

Características de obligaciones y bonos de Telefónica Emisiones, S.A.U. y Telefónica Europe, B.V.....77

**ÍNDICE DE FIGURAS**

Figura 1.1. Balance de situación: activo y patrimonio neto y pasivo.....9

Figura 1.2. Estructura económica y financiera.....9

**ÍNDICE DE GRÁFICOS**

Gráfico 3.1. Estructura de capital de Abertis Infraestructuras, S.A.....20

Gráfico 3.2. Composición de los fondos ajenos de Abertis Infraestructuras, S.A.....21

Grafico 3.3. Saldo vivo de la emisión de renta fija de Abertis Infraestructuras, S.A.....23

Grafico 3.4. Saldo vivo de pagarés de Abertis Infraestructuras, S.A.....24

Grafico 3.5. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Abertis Infraestructuras, S.A.....25

Gráfico 3.6. Estructura de capital de Adif Alta Velocidad.....28

Gráfico 3.7. Composición de los fondos ajenos de Adif Alta Velocidad.....29

Gráfico 3.8. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Adif-Alta Velocidad.....31

Gráfico 3.9. Estructura de capital de Audasa.....33

Gráfico 3.10. Composición de los fondos ajenos de Audasa.....34

Grafico 3.11. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Audasa.....35

Gráfico 3.12. Estructura de capital de Aucalsa.....37

Gráfico 3.13. Composición de los fondos ajenos de Aucalsa.....38

Grafico 3.14. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Aucalsa.....39

Gráfico 3.15. Estructura de capital de Auvisa.....41

Gráfico 3.16. Composición de los fondos ajenos de Auvisa.....42

Grafico 3.17. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Auvisa.....43

Gráfico 3.18. Estructura de capital de Telefónica, S.A.....45

Gráfico 3.19. Composición de los fondos ajenos de Telefónica, S.A.....47

Grafico 3.20. Saldo vivo de las emisiones de renta fija de Telefónica, S.A.....48

Grafico 3.21. Saldo vivo de pagarés de Telefónica, S.A.....49

## ÍNDICE

Grafico 3.22. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Telefónica, S.A.....	50
Gráfico 3.23. Estructura de capital del Sector Transportes y Comunicaciones.....	53
Gráfico 3.24. Composición de los fondos ajenos del Sector Transportes y Comunicaciones.....	54
Grafico 3.25. Saldo vivo de las emisiones de renta fija del Sector Transportes y Comunicaciones.....	55
Grafico 3.26. Saldo vivo de pagarés del Sector Transportes y Comunicaciones.....	56
Grafico 3.27. Saldo vivo de obligaciones y bonos del Sector Transportes y Comunicaciones.....	57

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 3.1. Emisiones de renta fija de Abertis Infraestructuras, S.A.....	26
Tabla 3.2. Emisiones de renta fija de Adif-Alta Velocidad.....	31
Tabla 3.3. Emisiones de renta fija de Audasa.....	36
Tabla 3.4. Emisiones de renta fija de Aucalsa.....	40
Tabla 3.5. Cuadro del Servicio Financiero del Empréstito. ....	44
Tabla 3.6. Emisiones de renta fija de Auvisa.....	44
Tabla 3.7. Emisiones de renta fija de Telefónica, S.A.....	51
Tabla 3.8. Emisiones de renta fija del Sector Transportes y Comunicaciones.....	58
Tabla I.1. Datos de la Estructura de capital de Abertis Infraestructuras, S.A.....	67
Tabla I.2. Datos de la Estructura de capital de Adif-Alta Velocidad. ....	68
Tabla I.3. Datos de la Estructura de capital de Audasa.....	69
Tabla I.4. Datos de la Estructura de capital de Aucalsa.....	70
Tabla I.5. Datos de la Estructura de capital de Auvisa.....	71
Tabla I.6. Datos de la Estructura de capital de Telefónica, S.A.....	72
Tabla I.7. Datos de la Estructura de capital del Sector Transportes y Comunicaciones.....	73
Tabla I.8. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Abertis Infraestructuras, S.A.....	74
Tabla I.9. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Adif-Alta Velocidad.....	74
Tabla I.10. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Audasa.....	74
Tabla I.11. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Aucalsa.....	75
Tabla I.12. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Auvisa.....	75
Tabla I.13. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Telefónica, S.A.....	75

## ÍNDICE

Tabla I.14. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija del Sector Transportes y Comunicaciones.....	76
Tabla II.1. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2007....	79
Tabla II.2. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2008....	79
Tabla II.3. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2009....	79
Tabla II.4. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2010....	79
Tabla II.5. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2011....	80
Tabla II.6. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2012....	80
Tabla II.7. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2013....	80
Tabla II. 8. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2014....	80
Tabla II.9. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2015....	81
Tabla II.10. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2016....	81
Tabla II.11. Emisiones de renta fija de Telefónica Europe, B.V. ejercicio 2007.....	81
Tabla II.12. Emisiones de renta fija de Telefónica Europe, B.V. ejercicio 2013.....	81
Tabla II.13. Emisiones de renta fija de Telefónica Europe, B.V. ejercicio 2014.....	82
Tabla II.14. Emisiones de renta fija de Telefónica Europe, B.V. ejercicio 2016.....	82

## INTRODUCCIÓN

Los estados financieros de una empresa, cuáles son el balance de situación, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo, son los documentos que utilizan las empresas para presentar su situación económico-financiera en un determinado momento.

A partir de la información reflejada en dichos registros, la empresa analiza las decisiones en lo referente a la estructura de capital o financiación empresarial, es decir, acerca de los recursos financieros propios (capital) y ajenos (deuda) con los que cuenta para poder financiar las inversiones que lleva a cabo para el desarrollo de su actividad.

En el devenir de su actividad, es posible que las empresas necesiten, en algún momento, acudir a los mercados financieros o de capitales para satisfacer sus necesidades financieras. Son varias las emisiones de títulos que pueden utilizar para ello, distinguiendo, principalmente, entre las emisiones de títulos de renta variable, cuáles son las acciones, y las de títulos de renta fija como pagarés de empresa, letras, bonos, obligaciones, etc., que se diferencian por su vencimiento (corto, medio y largo plazo). Estos últimos valores se diferencian de las acciones en que suponen una deuda para el emisor y un interés para el tenedor de los mismos. Por su parte las acciones confieren a sus poseedores la condición de propietarios.

El presente Trabajo Fin de Grado se centra en la estructura financiera de la empresa y más concretamente, en el análisis de la financiación ajena mediante el empleo de la emisión de títulos de renta fija en el mercado español. El objetivo que se persigue es determinar en qué medida las empresas españolas utilizan las emisiones de títulos de renta fija a la hora de afrontar la búsqueda de recursos financieros con los que financiar sus proyectos de inversión.

Para alcanzar dicho objetivo se aplica el método del caso a diferentes empresas del Sector Transportes y Comunicaciones en el periodo 2007-2016, un período marcado por una situación de crisis y dificultades de financiación a nivel global. Este método nos permite realizar un análisis individualizado de cada empresa que, si bien no nos permite inferir ninguna teoría, sí nos permite arrojar algo de luz sobre el grado de utilización en la práctica de las emisiones de renta fija. Entre las fuentes de información utilizadas destaca, principalmente, la información financiera recogida en las cuentas e informes de gestión anuales individuales de las empresas objeto de estudio.

Concretamente, las compañías del Sector Transportes y Comunicaciones que componen el análisis son: Abertis Infraestructuras, S.A., Adif-Alta Velocidad, Autopistas del Atlántico, S.A., Autopista Concesionaria Astur-Leonesa, S.A., Autovía de los Viñedos y Telefónica, S.A.

Algunas conclusiones de interés que forman parte de los principales resultados del presente análisis son, lo homogéneas que llegan a ser las estructuras de financieras de Adif-Alta Velocidad, Auvisa y Telefónica en cuanto a la elevada financiación externa a través de préstamos con entidades de grupo y de crédito y la elevada emisión de instrumentos de renta fija de Audasa frente a otro tipo de deudas. Finalmente se hace hincapié en la financiación que tiene Telefónica con entidades filiales.

En lo que sigue, el trabajo se estructura del siguiente modo. En el Capítulo 1, se estudia la estructura económico-financiera y la decisión de financiación de la empresa. Además,

## INTRODUCCIÓN

se hace una referencia a las diferentes fuentes financieras. En el Capítulo 2, se estudia las emisiones de títulos de renta fija privada analizando el mercado de renta fija privada donde se negocian así como los valores emitidos y las características de los mismos. Por su parte, en el Capítulo 3, se hace una referencia a las fuentes de información y metodología utilizada en el presente trabajo, así como la muestra utilizada para el análisis individual y comparado de la financiación externa tanto de las empresas como del sector objeto de estudio y la exposición de los principales resultados. El trabajo finaliza con la presentación de las conclusiones, y las referencias bibliográficas que se han utilizado en el trabajo.

# **CAPÍTULO 1**

## **LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL**



## 1.1 Estructura económica y financiera de la empresa

Para poder desarrollar su actividad, una empresa requiere recursos financieros con los que financiar las inversiones que le permitirán alcanzar la maximización del valor de mercado de la empresa (De Pablo y Ferruz, 1996).

El Balance de Situación refleja la situación económica y financiera de la empresa en un momento determinado. La estructura económica se identifica con el activo y está formado por los bienes y derechos de la entidad, es decir, está relacionada con las inversiones de la empresa, mientras que la estructura financiera se recoge en el patrimonio neto y pasivo y está formado por las deudas y obligaciones de la empresa, es decir, se identifica con el origen o naturaleza de los recursos financieros de los que dispone la empresa para financiar las inversiones (De Pablo y Ferruz, 1996; Jiménez (Coord.), Pérez y De La Torre, 2009 y Suárez, 2014). Todo ello se refleja en las Figuras 1.1 y 1.2.

La Figura 1.1 muestra, en términos generales, el balance de situación de una empresa.

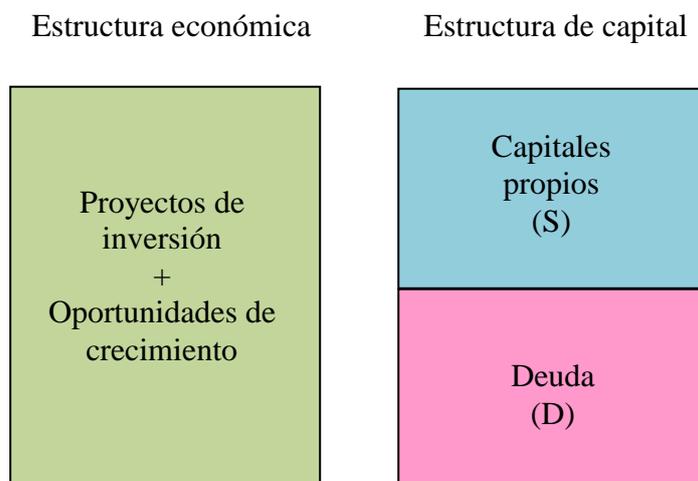
**Figura 1.1. Balance de situación: activo y patrimonio neto y pasivo.**

<p><b>ACTIVO</b></p> <p>Estructura económica</p> <p><b>INVERSIÓN:</b></p> <p>Bienes y derechos</p>	<p><b>PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b></p> <p>Estructura financiera</p> <p><b>FINANCIACIÓN</b></p> <p>Recursos propios y ajenos</p>
--	---

Fuente: De Pablo y Ferruz (1996, p. 311)

Según Jiménez et al. (2009) la estructura económica proporciona rentabilidad, mientras que la financiera, supone un coste. Seguidamente, la Figura 1.2 muestra, en términos generales, la estructura económica y la estructura financiera de una empresa.

**Figura 1.2. Estructura económica y financiera.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de De Pablo y Ferruz 1996) y Suárez (2014).

Como ya hemos comentado, De Pablo y Ferruz (1996) manifiestan que una empresa puede financiarse con dinero propio procedente de beneficios retenidos o reservas (financiación interna o autofinanciación) o con dinero prestado procedente normalmente del mercado de capitales (financiación externa o ajena). El problema de la estructura de financiación de la empresa es lo referido a la proporción entre recursos propios y deuda. Esto es lo que se conoce como estructura de capital. Ésta es la composición de las fuentes de financiación que utiliza una empresa y está vinculada con el coste del capital de la organización.

La forma para determinar la estructura óptima de capital es aquella que maximiza el valor de la empresa para sus accionistas mediante una correcta combinación de las fuentes de financiación para llevar a cabo los proyectos de inversión, lo que a su vez supone minimizar el coste del capital medio ponderado de la empresa. (Pérez, 2008 y Suárez, 2014).

Modigliani y Miller (1958) rechazaban la existencia de una estructura financiera óptima, o lo que es lo mismo, ninguna estructura de capital es mejor o peor que cualquiera otra porque cualquier combinación de valores es tan buena como las demás.

En la proposición I del trabajo de MM se expone que el valor de la empresa siempre es el mismo en diferentes estructuras de capital, es decir, sostienen la irrelevancia de la decisión de financiación (de dónde han procedido los recursos financieros) sobre el valor de mercado de la empresa. El valor de la empresa sólo dependerá de la capacidad generadora de renta de sus activos.

Esta proposición carece de validez cuando se incorporan imperfecciones del mercado. Al tener en cuenta los impuestos, como el impuesto de sociedades (1963) e impuesto sobre la renta de las personas físicas (1977), los costes de transacción y los costes de quiebra, Modigliani y Miller modificaron sus conclusiones afirmando que la estructura de capital es relevante y donde existe una combinación de acciones y deuda que maximiza el valor de la empresa.

Este último autor (Suárez, 2014) afirma que el valor de mercado de la empresa es la suma del valor de mercado del capital propio o valor de mercado de las acciones ( $S$ ) y del valor de mercado del endeudamiento o valor de mercado de las obligaciones ( $D$ ). Por lo tanto, el valor de la empresa,  $V$ , es

$$V = S + D$$

O lo que es lo mismo, el valor total de la empresa, es decir, el valor total del pasivo y patrimonio neto es igual al valor del activo de la misma.

En el subepígrafe siguiente se van a estudiar con mayor profundidad una parte de la estructura de capital de la empresa, la decisión de financiación.

### **1.2 Decisión de financiación**

Según Pérez (2008, p. 269), “financiar es dotar de dinero y de crédito, es decir, conseguir recursos y medios de pago para destinarlos a la adquisición de bienes y servicios necesarios”.

Como ya hemos comentado anteriormente, “mediante las operaciones de financiación, las empresas adquieren los recursos financieros para sufragar sus proyectos de inversión” (Jiménez et al., 2009, p. 139).

Pérez (2008); Jiménez et al. (2009) y Suárez (2014) distinguen diferentes fuentes de financiación clasificándolas según:

- Su plazo de vencimiento:
  - a) Financiación corriente o a corto plazo: que es la que tiene un vencimiento (plazo de devolución) inferior a un año.  
Algunos ejemplos son el crédito bancario, el descuento comercial, financiación espontánea, etc.
  - b) Financiación permanente o a largo plazo: es aquella cuyo vencimiento es superior a un año, o no existe obligación de devolución (fondos propios).  
Algunos ejemplos son las ampliaciones de capital, autofinanciación, fondos de amortización, préstamos bancarios, emisión de obligaciones, etc.
- Su origen o procedencia:
  - a) Financiación interna: está integrada por aquellos recursos financieros que la empresa genera por sí misma a través de su actividad, sin necesidad de tener que acudir al mercado financiero.  
Ejemplos de financiación interna son beneficios retenidos (reservas), amortizaciones (venta de activos), provisiones, etc.
  - b) Financiación externa: está formada por aquellos recursos financieros que la empresa obtiene del exterior.  
Algunos ejemplos son la financiación bancaria a través de créditos y préstamos, emisión de acciones, emisión de obligaciones, subvenciones, etc.
- Los propietarios o naturaleza del aportante:
  - a) Fondos propios: recursos que provienen de la propia empresa.  
Ejemplos: aportaciones de los socios, la autofinanciación, reservas, amortizaciones, etc.
  - b) Fondos ajenos: son aquellos que no proceden de los fondos propios de una empresa y del capital suscrito por ésta.  
Ejemplos: créditos, préstamos, emisión de obligaciones, así como las operaciones especializadas de leasing y renting, capital riesgo, etc.



## **CAPÍTULO 2**

# **EMISIONES DE TÍTULOS DE RENTA FIJA PRIVADA: NEGOCIACIÓN Y CARACTERÍSTICAS**



## 2.1 Mercados de renta fija privada

### 2.1.1 Introducción

Las empresas privadas emiten deuda con el objetivo de financiar sus proyectos de inversión. Los valores de deuda corporativa o renta fija privada son activos financieros o préstamos por los que el emisor (en este caso, la empresa) tiene que devolverle al inversor (tenedor de los títulos) la cantidad prestada dentro de un periodo determinado. (Manzano y Valero, 2015).

A pesar de que la emisión de valores está exenta de cualquier permiso, hay que cumplir una serie de condiciones ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) a fin de garantizar transparencia. En concreto, la normativa del mercado de valores exige la aportación y el registro en la CNMV de documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores, de los estados financieros del emisor y de un folleto informativo de emisión y publicación (Manzano y Valero, 2015; Calvo, Parejo, Rodríguez, Cuervo y Alcalde, 2016).

### 2.1.2 Dónde comprar y vender renta fija privada

Teniendo como referencia a Carrasco y García (2001), publicación *Guía informativa de la CNMV. Qué debe saber de... Los productos de Renta Fija* por la CNMV (2002) y Suárez, (2014), la renta fija puede suscribirse en el mercado primario de valores o mercado de emisión, donde se venden por primera vez los valores o, también se puede comprar renta fija en el mercado secundario, donde se negocian los valores que han sido previamente colocados en el mercado primario.

Manzano y Valero (2015) exponen varias modalidades de colocación de las emisiones de valores de renta fija en el mercado primario. Entre ellas: la colocación directa, las subastas y los programas de emisión continua de notas a medio plazo (EMTN).

A partir de la guía publicada por la CNMV en relación con los instrumentos de renta fija (2002) y Jiménez et al. (2009) se manifiesta la siguiente información.

Las emisiones se negocian en alguno de los siguientes mercados:

- En la Bolsa de Valores. En las cuatro bolsas españolas: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.
- En el mercado AIAF (Asociación Española de Intermediarios Financieros). AIAF Mercado de Renta Fija es un mercado español secundario de referencia para la deuda corporativa. Está integrado en la Bolsa y Mercado Español (BME). A través de AIAF se han creado otras dos plataformas: SEND (Sistema Electrónico para la Negociación de Deuda) para minoristas y MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) para medianas empresas.

### 2.1.3 Activos de renta fija emitidos

Existe variedad de instrumentos de renta fija negociados en el mercado español. Destacan, entre otros, los siguientes:

#### **Pagarés de empresa**

Son valores de renta fija a corto plazo emitidos al descuento (cupón cero) y con vencimiento inferior a dieciocho meses. La colocación de los mismos puede tener lugar a través subastas competitivas o bien por negociación directa.

A pesar de que normalmente son utilizados para cubrir necesidades a corto plazo, en la medida en que se renueven, pueden considerarse además como instrumentos financieros a medio y largo plazo.

#### **Bonos y Obligaciones**

Son valores de renta fija que representan una fracción del préstamo o empréstito. Son títulos a medio y largo plazo emitidos que se diferencian principalmente por el plazo de vencimiento. Los bonos tienen un vencimiento a medio plazo (entre 3 y 5 años) y las obligaciones a largo plazo (a partir de 5 años).

Las obligaciones se pueden emitir bajo la par, a la par o sobre la par, según el desembolso que realicen los inversores. Se emiten a la par si el precio de emisión coincide con el valor nominal y bajo par o sobre la par según el precio de emisión sea inferior o superior al valor nominal, respectivamente. En el caso de que la emisión se realice bajo la par, a la diferencia entre el valor nominal y el precio de emisión se llama prima de emisión.

Las características de estos títulos suelen ser muy diversas. Pueden diferenciarse en función de la fecha de emisión, valor nominal y efectivo, tipo de interés, periodicidad de los cupones y amortización, entre otras.

De esta manera podemos encontrarnos con una diversidad de bonos y obligaciones entre las que destacan: bonos y obligaciones simples, bonos y obligaciones cupón cero, bonos y obligaciones convertibles/canjeables en acciones, obligaciones subordinadas, etc.

Además de los activos de renta fija citados anteriormente, existen otros como: cédulas y bonos hipotecarios<sup>1</sup>, participaciones preferentes<sup>2</sup> y titulización de activos<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Las cédulas y los bonos hipotecarios son valores de renta fija emitidos por entidades de crédito y están

<sup>2</sup> Las participaciones preferentes son valores emitidos por una sociedad y carecen de derechos políticos y del derecho de suscripción preferente. Tienen carácter perpetuo, aunque se pueden amortizar a partir cinco años, previa autorización del Banco de España. Se trata de valores con escasa liquidez porque no son instrumentos de renta fija tradicionales.

<sup>3</sup> La titulización consiste en la venta o cesión de determinados activos y a su vez, financia la compra a través de la emisión de valores de renta fija que se colocan entre los inversores.

## **CAPÍTULO 3**

# **ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR TRANSPORTES Y COMUNICACIONES EN EL PERIODO 2007-2016**



### **3.1 Análisis empírico**

La estrategia de investigación o método del caso es una de las técnicas más productivas para el análisis empírico o experimental de las empresas (De la Fuente, 1999). En este caso, se realiza un estudio individual de las compañías: Abertis Infraestructuras, S.A., Adif-Alta Velocidad, Autopistas del Atlántico, S.A., Autopista Concesionaria Astur-Leonesa, S.A., Autovía de los Viñedos y Telefónica, S.A. pertenecientes al Sector Transportes y Comunicaciones.

Mediante este método, el investigador participa directamente en la recogida de información beneficiándose de una mejor y mayor comprensión del fenómeno estudiado. En el presente trabajo, la información procede, principalmente, de las cuentas anuales e informes de gestión individuales, de la base de datos Sabi y de los folletos de las emisiones de renta fija de las diferentes empresas.

Gracias a la investigación del caso se explora, profundiza, explica y describe un determinado fenómeno, en este caso, las emisiones de valores de renta fija de las empresas del Sector Transportes y Comunicaciones durante el periodo 2007-2016.

### **3.2 Muestra de empresas**

Los transportes y las comunicaciones constituyen uno de los sectores que desencadena mayores cambios a nivel económico, productivo, social y tecnológico. Las principales transformaciones de este sector son: el desarrollo y mejora de la infraestructura, la prestación de servicios y el intercambio de información a través de la creación de nuevos servicios, productos y procesos, originadas principalmente por el desarrollo de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TICs). De ahí, que el sector elegido para el análisis de las emisiones de renta fija sea este.

### **3.3 Análisis individual de las empresas del Sector Transportes y Comunicaciones**

#### **3.3.1 Abertis Infraestructuras, S.A.**

Abertis Infraestructuras, S.A., con domicilio social en Barcelona, avenida Parc Logistic, 12-20, es una empresa española, creada en 2003, dedicada a la gestión de autopistas e infraestructuras de telecomunicaciones. La compañía cotiza en la Bolsa española y es una de las empresas que pertenecen al Ibex 35, así como está incluida en los índices internacionales FTSEurofirst 300 y Standard & Poor's Europe 350.

Está considerada un grupo líder a nivel mundial porque gestiona autopistas y tiene importante presencia en países europeos como España, Francia, Italia, Reino Unido; países americanos como Chile, Brasil, Argentina, Colombia; y en países asiáticos.

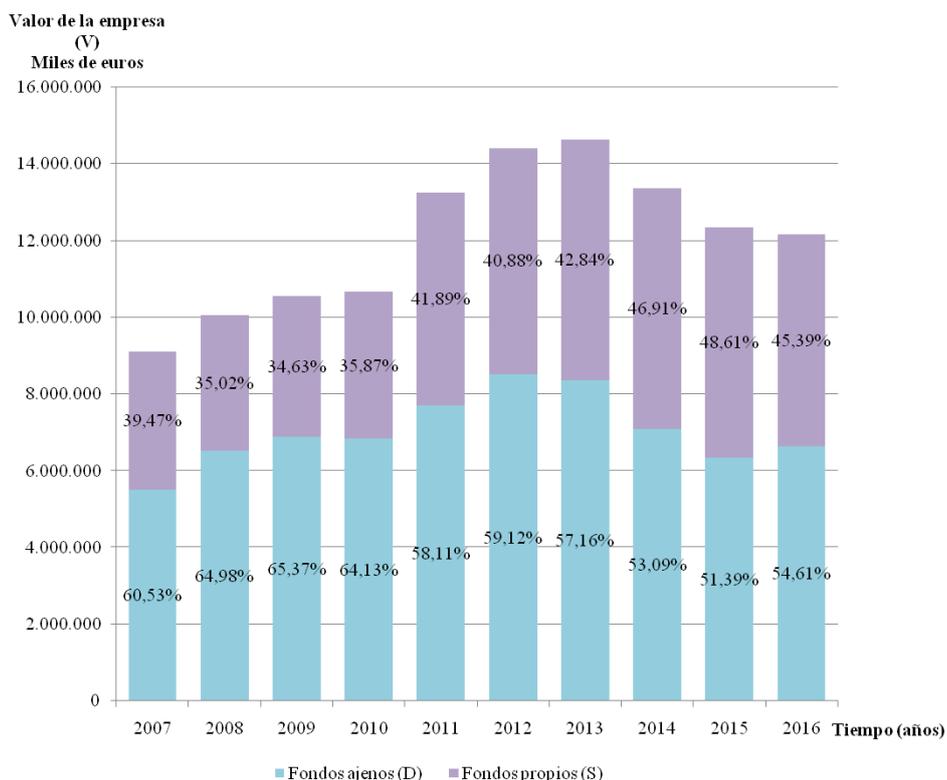
Abertis sigue una estrategia basada en el crecimiento, la internacionalización y la rentabilidad.

Para Abertis la seguridad de los conductores es la prioridad. La compañía invierte en tecnología e ingeniería inteligente para garantizar en el futuro la movilidad de los clientes consiguiendo que vivan un viaje seguro, cómodo, rápido y fácil.

**Estructura de capital: fondos propios y ajenos**

En el Gráfico 3.1, que se muestra a continuación, podemos observar la evolución que ha tenido la estructura financiera de Abertis Infraestructuras, S.A., según la naturaleza de los recursos financieros. Es decir, podemos diferenciar la distribución que tiene de los fondos propios y fondos ajenos, y la importancia que han tenido en a lo largo del periodo de análisis 2007-2016.

**Gráfico 3.1. Estructura de capital de Abertis Infraestructuras, S.A.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

Como puede observarse en el Gráfico 3.1, en el año 2007, momento en el que tiene lugar la aparición de la recesión económica, Abertis Infraestructuras, S.A. tiene un valor superior a los 9.000 millones de euros. Los datos presentados en porcentaje representan el peso que tienen los fondos propios y los fondos ajenos respecto al valor total de la empresa.

En 2008, podemos observar un aumento del valor de la empresa (aproximadamente de 1.000 millones de euros) acompañado de un incremento del peso de fondos ajenos de casi un 5%.

Es importante tener en cuenta, que el valor de la empresa presenta un valor creciente durante el periodo comprendido entre 2008-2013 y los fondos ajenos entre 2008-2012. Se puede observar también que el valor total que registra la empresa en el 2007 es similar al valor de los fondos ajenos registrados en el año 2012.

Destaca lo ocurrido a partir del 2012, donde se produce una disminución de la financiación ajena, siendo el nivel mínimo de un 51,39% registrado en el año 2015, casi un 10% inferior al registrado inicialmente. En el último año de análisis aumenta ligeramente la composición de fondos ajenos. En relación con la financiación propia, aumenta a un ritmo lento pero continuado.

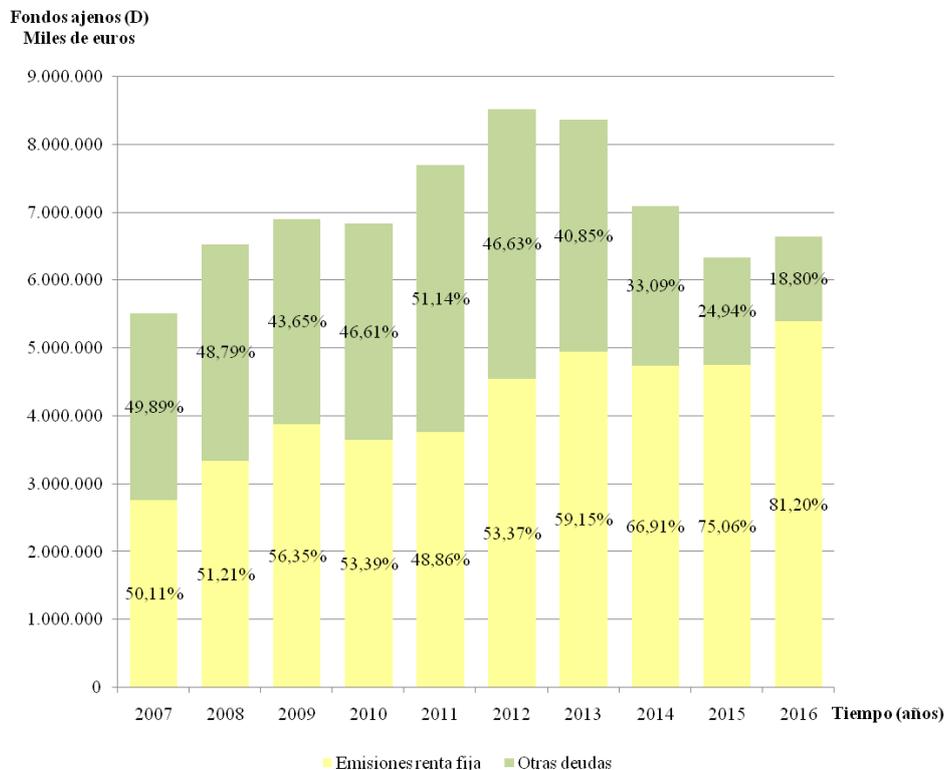
Como comentario final al análisis de la estructura de capital de Abertis, las fuentes de financiación, tanto internas como externas, de la empresa oscilan al alza o a la baja en torno al 10%, no alterando de forma significativa la forma de financiarse. Se puede afirmar que la fuente de financiación predominante durante el periodo de crisis económica es la financiación ajena llegando a valores cercanos a 9.000 millones de euros. En cuanto a los fondos propios, aunque su peso es menor que la de la financiación ajena, se puede decir que han ido aumentando año tras año.

Durante todo el período de análisis la proporción de fondos ajenos es siempre mayor que la de los fondos propios. Si bien esas diferencias se reducen al final del período. También hay que decir que, en términos generales, no se aprecian grandes diferencias entre la evolución del valor de la empresa y la de los fondos propios y ajenos.

### Estructura de la financiación ajena

Seguidamente, nos centramos en el análisis de las emisiones de renta fija de la empresa Abertis. El Gráfico 3.2 muestra, en términos porcentuales, la composición de los fondos ajenos de la compañía en el período objeto de estudio, comparando el peso que tienen las emisiones de renta fija y otras deudas respecto a los fondos ajenos

**Gráfico 3.2. Composición de los fondos ajenos de Abertis Infraestructuras, S.A.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

Analizando el Gráfico 3.2, se puede observar que, al inicio del periodo de análisis (2007) la financiación ajena es de 5.500 millones de euros, distribuida cerca de un 50% en Emisiones de renta fija y el otro 50% restante en Otras deudas. Mientras que, al final del período, los instrumentos de renta fija suponen más de tres cuartas partes de los fondos ajenos que presenta la empresa.

Es decir, merece la pena destacar como estas Emisiones de renta fija han ido aumentando durante todo el periodo de análisis, registrando el dato más significativo en 2016, donde las Emisiones de renta fija suponen más del 80% de la financiación ajena de la empresa, un 30% más que las emisiones registradas al inicio del periodo.

Es importante tener en cuenta, que los 5.500 millones de euros de financiación ajena registrados en 2007 coincide con las Emisiones de renta fija del año 2016.

Como conclusión al análisis de fondos ajenos de Abertis, se puede decir que, debido a la crisis económica, las Emisiones de renta fija llevadas a cabo por la empresa se han visto aumentadas a lo largo del periodo de estudio disminuyendo en el último año un 20% con respecto al año anterior, y un 10% superior al registrado en el primer año de estudio. Se pone de manifiesto a partir de este análisis, que la compañía ha recurrido en menor medida a la financiación a través de préstamos con entidades financieras y en mayor medida a la captación de fondos ajenos acudiendo directamente al mercado.

Durante el periodo 2007-2016, la empresa posee débitos por 46.512 millones de euros originados por emisiones de valores de renta fija y 12.035 millones de euros correspondientes a deudas financieras mantenidas con entidades de crédito. Los préstamos concedidos a través de entidades financieras suponen cerca del 26% de las emisiones de pagarés, obligaciones y bonos.

### **Títulos de renta fija**

El análisis de la estructura de capital de Abertis finaliza con el análisis de los instrumentos de renta fija que utiliza para financiarse: pagarés, obligaciones y bonos, que se diferencian principalmente en el período de vencimiento.

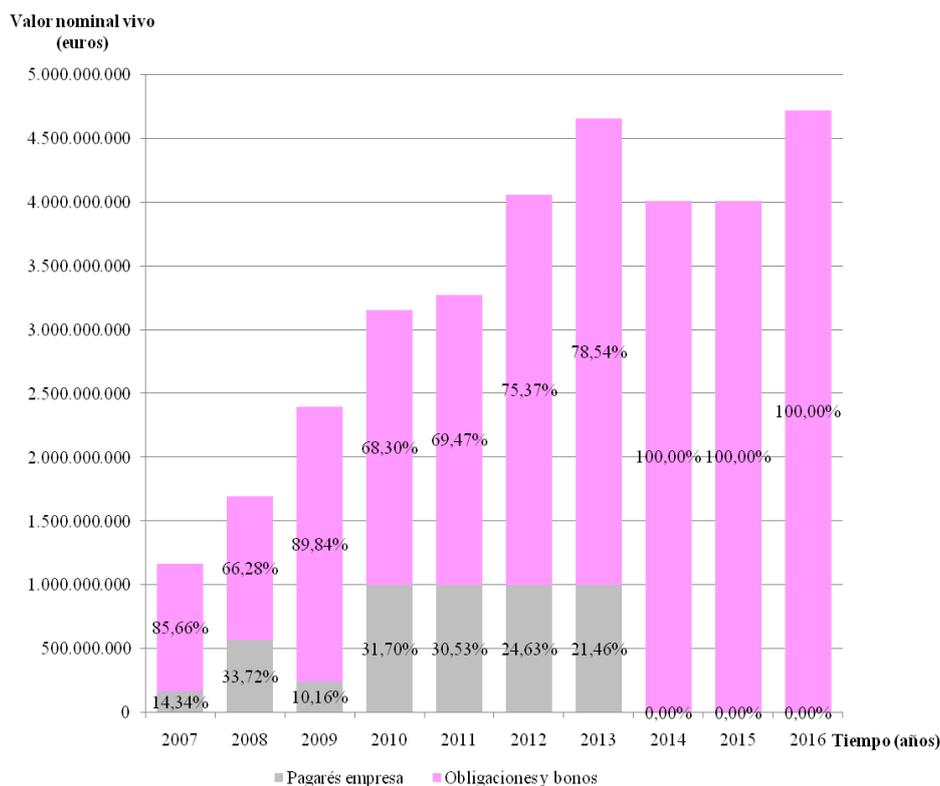
A través de este análisis se va a estudiar el estado en el que se encuentran los instrumentos financieros, es decir, se va a examinar el saldo en circulación (o saldo vivo) así como las características y utilización de los mismos, durante el periodo objeto de estudio.

El Gráfico 3.3 muestra, en porcentaje, la composición del saldo vivo<sup>4</sup> de las emisiones de renta fija realizadas por la compañía en el período objeto de estudio, comparando la proporción entre pagarés de empresa respecto a la emisión de obligaciones y bonos.

---

<sup>4</sup> Al final del periodo, a 31 de diciembre de cada año objeto de estudio.

**Gráfico 3.3. Saldo vivo de la emisión de renta fija de Abertis Infraestructuras, S.A.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV, cuentas anuales e informes de gestión y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

Analizando el Gráfico 3.3, podemos comprobar el ascenso del saldo en circulación desde 2007 (salvo 2014 y 2015). En efecto, de casi 1.200 millones de euros en 2007, se ha pasado, a casi 4.750 millones de euros en 2016.

También se puede observar que al inicio del periodo, más del 85% (1.000 millones de euros) del saldo vivo corresponde a las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por la empresa y menos del 15% restante (200 millones de euros) al programa de pagarés contratados a lo largo de este ejercicio.

Merece la pena destacar que la proporción de saldo en circulación de obligaciones y bonos emitidos ha caído en el año 2008 y 2010 y se ha incrementado en los años restantes. En los últimos tres años del periodo de análisis, el 100% del saldo vivo conciernen a la emisión de obligaciones y bonos porque en estos años la empresa no renovó programas de pagarés, aunque en el último año, las unidades monetarias vivas son superiores en 700 millones de euros.

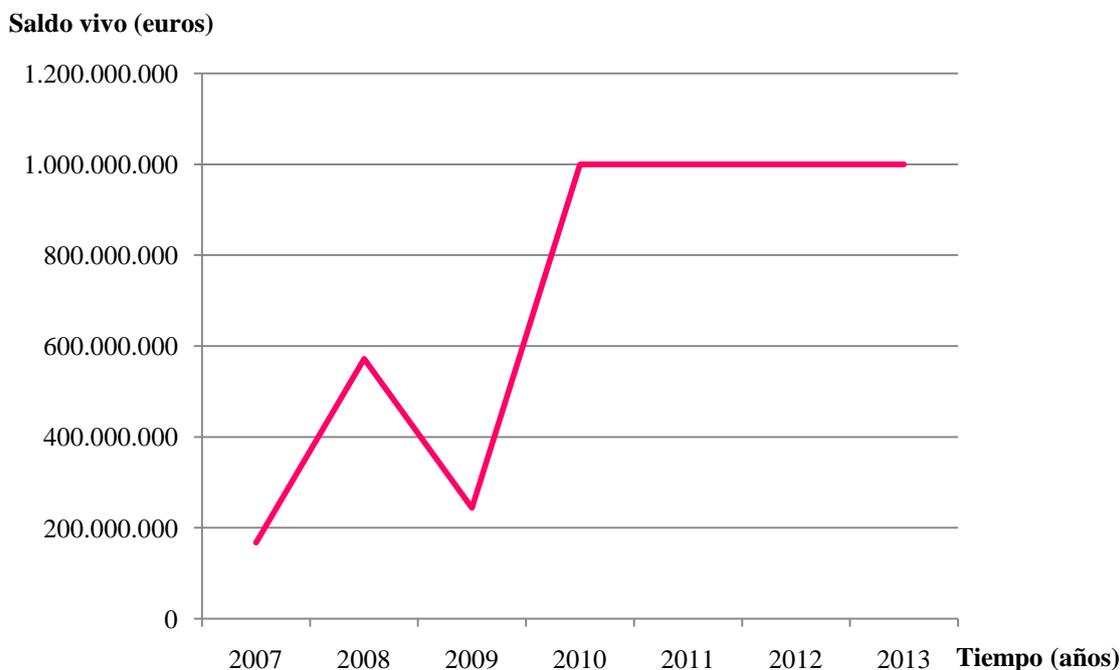
En relación con los pagarés de empresa, en el periodo 2010-2013, el saldo vivo se mantiene constante en 1.000 millones de euros.

Como comentario final, durante todo el periodo de análisis la proporción de saldo vivo correspondiente a las emisiones de obligaciones y bonos llevadas a cabo por la empresa es siempre mayor que la de los programas de pagarés. Si bien estas diferencias se intensifican al final del periodo.

### Pagarés de empresa

El Gráfico 3.4 muestra, las unidades monetarias nominales vivas, a 31 de diciembre, de los programas de pagarés de empresa que contrata la compañía en el período objeto de estudio.

**Gráfico 3.4. Saldo vivo de pagarés de Abertis Infraestructuras, S.A.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV, cuentas anuales e informes de gestión y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

Nótese que el saldo vivo en cada uno de los años objeto de estudio corresponde a los programas de pagarés estipulados anualmente en tales años, dado que su vencimiento es anual.

Con respecto al saldo en circulación de los pagarés de empresa, podemos comprobar que en el año de inicio de la crisis económica, el saldo vivo pendiente de pago es el valor más pequeño de todo el período analizado. A partir de esa fecha, y salvo en 2009, el saldo vivo ha ido incrementándose, pasando de 167 millones de euros (un 3%) al inicio del periodo a 1.000 millones de euros (un 20%) en 2013. Además, durante cuatro años (periodo 2010-2013) el saldo en circulación se ha mantenido constante en 1.000 millones de euros (un 20%). Frente a lo anterior, en los últimos tres años de análisis (2014, 2015 y 2016), la empresa no tiene pendiente de pagar pagarés porque en esos años la compañía no renovó programas de pagarés.

En relación al empleo de pagarés, los pagarés de empresa son valores de renta fija negociables con vencimiento a corto plazo (con periodo de vigencia de máximo 18 meses) emitidos al descuento, con el fin de cubrir las necesidades a corto plazo y diversificar las fuentes de financiación.

Abertis emitió pagarés a través de programas. Durante el periodo 2007-2016 ha contratado siete programas de emisión de pagarés. Estos valores han sido emitidos a través de la CNMV y la negociación de los mismos ha tenido lugar en el mercado organizado oficial AIAF de Renta Fija.

Como ya se ha comentado anteriormente, en los ejercicios 2014, 2015 y 2016 la compañía no renovó programas de pagarés de empresa.

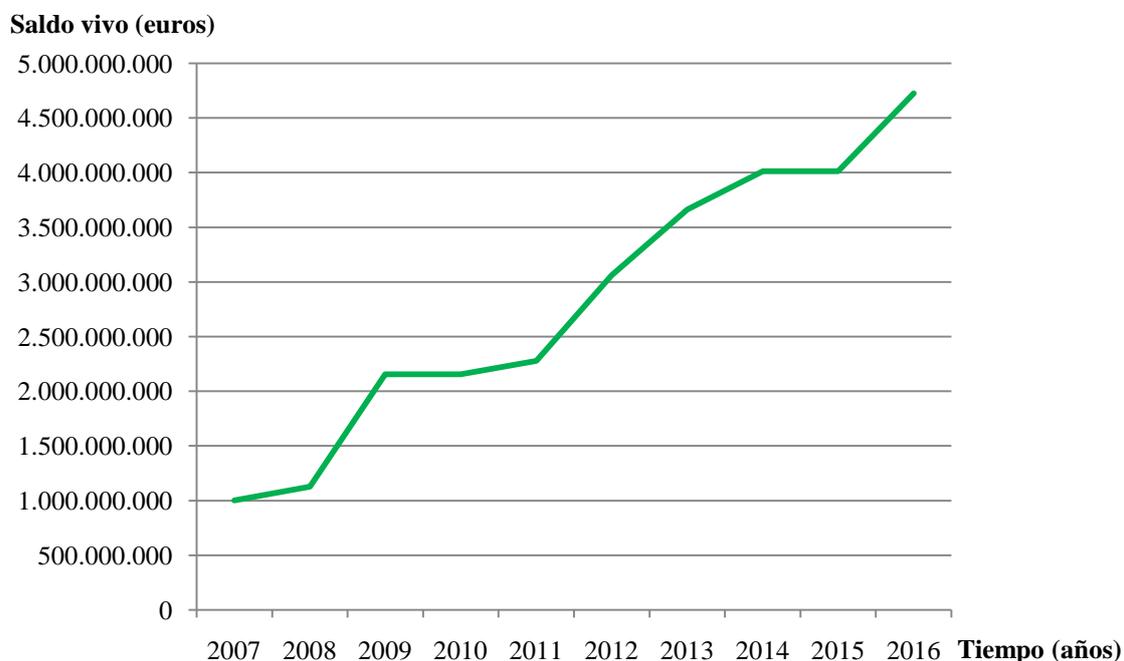
El importe nominal de los programas de pagarés contratados por la entidad oscila entre los 500 millones de euros y los 1.000 millones de euros.

La sociedad utilizó estos instrumentos como financiación a medio y largo plazo renovando dichos programas de manera anual. A pesar de que la amortización de dichos programas de pagarés se encuentra entre 3 días y 18 meses (540 días), tienen vigencia de un año desde su publicación en la web de la CNMV. A partir de la emisión de los mismos, queda sin efecto el programa anterior.

### Obligaciones y bonos

El Gráfico 3.5 muestra, las unidades monetarias nominales vivas, a 31 de diciembre, de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por la entidad en el período de análisis.

**Gráfico 3.5. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Abertis Infraestructuras, S.A.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV, cuentas anuales e informes de gestión y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

Con respecto al saldo en circulación de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por Abertis, podemos comprobar que, al igual que ocurre con los pagarés, en el año de inicio de la crisis económica el saldo vivo pendiente de pago es el valor más pequeño de todo el periodo de análisis (1.000 millones de euros). Y a partir de ahí, y de manera similar a lo que ocurre con los pagarés, podemos observar, el ascenso desde 2007 del saldo vivo, pasando de 1.000 millones de euros al comienzo del periodo a casi 5.000 millones de euros al final del mismo. En efecto, de un 3% en 2007, se ha pasado, en 9 años, a un 17%.

Por su parte, en los años 2009, 2010 y 2011, el saldo pendiente de pagar se ha mantenido prácticamente constante en torno a 2.155 millones de euros (un 8%) y en los años 2014 y 2015 alrededor de 4.010 millones de euros (un 14%).

Hay que destacar que en 2014 Abertis canjea títulos de las emisiones llevadas a cabo en junio del 2007 (2.150 obligaciones) y octubre de 2009 (4.850 obligaciones) por 700 millones de euros emitiendo obligaciones, en junio, por el mismo importe, aproximadamente 215 millones de euros y 485 millones de euros, respectivamente.

Tras esta permuta, es decir, tras la cancelación y amortización de las obligaciones, el número vivo de las obligaciones emitidas en junio de 2007 es de 15.700 obligaciones y de 11.000 obligaciones de las emitidas en octubre de 2009 ampliada esta emisión en junio de 2012 (10.300 y 700 obligaciones, respectivamente). El saldo vivo agregado sería de 1.335 millones, 785 millones de euros y 550 millones de euros, respectivamente.

Además, en el mes de noviembre de 2016, Abertis recompra títulos de las emisiones llevadas a cabo en octubre de 2012 (3.860 obligaciones) y diciembre de 2011 fungible con la emisión de marzo de 2005 (490 obligaciones) por un importe total de 435 millones de euros, 386 millones de euros y 49 millones de euros, respectivamente.

Las obligaciones que no han sido recompradas permanecen vivas. El número vivo de las obligaciones emitidas en octubre de 2012 es de 3.640 obligaciones y de 6.110 obligaciones de las emitidas en diciembre de 2011 fungible con la emisión de marzo de 2005. El saldo vivo global sería de 975 millones de euros, 364 millones de euros y 611 millones de euros, respectivamente.

Como comentario final al saldo en circulación de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por Abertis, a lo largo del período de análisis el saldo vivo se va incrementando progresivamente porque hasta que las obligaciones o bonos emitidos no se amortizan, el saldo en circulación pendiente es el valor nominal de las emisiones efectuadas.

En la Tabla 3.1 que se muestra a continuación se detallan las características de las obligaciones y bonos emitidos por Abertis Infraestructuras, S.A. durante el periodo 2007-2016.

**Tabla 3.1. Emisiones de renta fija de Abertis Infraestructuras, S.A.**

Valores	Emisión	Divisa	Nominal	Tipo de interés (anual)	Amortización	Mercado
Obligaciones	12/06/2007	Euros	1.000.000.000	5,125%	12/06/2017	AIAF
Obligaciones	14/05/2008	Euros	125.000.000	5,990%	14/05/2038	AIAF
Bonos	31/07/2009	Euros	30.000.000	Euribor	31/07/2012	AIAF
Obligaciones	14/10/2009	Euros	1.000.000.000	4,625%	14/10/2016	AIAF
Obligaciones	29/12/2011	Euros	120.000.000	4,375%	30/03/2020	AIAF
Obligaciones	27/01/2012	Euros	30.000.000	5,875%	27/02/2020	AIAF
Obligaciones	18/06/2012	Euros	35.000.000	4,625%	14/10/2016	AIAF
Obligaciones	25/10/2012	Euros	750.000.000	4,750%	25/10/2019	AIAF
Obligaciones	20/06/2013	Euros	600.000.000	3,750%	20/06/2023	AIAF
Obligaciones	19/03/2014	Euros	250.000.000	3,125%	19/03/2024	AIAF
Obligaciones	31/03/2014	Euros	100.000.000	3,125%	31/03/2026	AIAF
Obligaciones	27/06/2014	Euros	700.000.000	2,500%	27/02/2025	AIAF
Obligaciones	20/05/2016	Euros	1.150.000.000	1,375%	20/05/2026	AIAF
Obligaciones	17/11/2016	Euros	500.000.000	1,000%	27/02/2027	AIAF
Total valores emitidos		Euros	6.390.000.000			

Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV.

Las obligaciones y los bonos valores de renta fija representan una parte del empréstito. El emisor tiene la obligación de pagar a los tenedores de los valores un interés (o cupón), que puede ser fijo o variable, a lo largo de la vida del título y a devolver el principal, en la fecha de vencimiento.

La diferencia entre ambos valores es que los bonos tienen un vencimiento a medio plazo (entre 2 y 5 años) y las obligaciones tienen un vencimiento a largo plazo (superior a 5 años). Esta separación no se cumple rigurosamente.

Podemos ver que durante el periodo de análisis 2007-2016, la compañía Abertis tiene trece emisiones de obligaciones y una de bonos, con un valor nominal total de 6.390 millones de euros, admitidas a negociación en el mercado de renta fija AIAF. Se observa además que, las características de los bonos y obligaciones varían en las distintas emisiones. Varían en el nominal emitido, el tipo de interés, la fecha de vencimiento, la periodicidad de los cupones y el precio de emisión, entre otras.

La emisión realizada en diciembre de 2011 (por 120 millones de euros) es fungible con la emisión de obligaciones simples llevadas a cabo en marzo de 2005 suponiendo un importe nominal total de la emisión después de la ampliación de 660 millones de euros. Y, la emisión de obligaciones realizada en junio de 2012 (por un importe nominal de 35 millones de euros) es fungible con la emisión ejecutada en octubre de 2009 (1.000 millones de euros), cuyo valor nominal después de la ampliación es de 1.035 millones de euros.

En los años 2010 y 2015, la empresa no llevó a cabo emisiones de obligaciones y bonos.

Las obligaciones se emitieron bajo la par, es decir, el precio de emisión fue inferior al valor nominal, de ahí que, se emitieran con una prima de emisión de casi 60 millones de euros. Por el contrario, la emisión de bonos realizada por la compañía se llevó a cabo a la par, donde el precio de emisión coincidía con el valor nominal.

Todas las obligaciones serán reembolsadas al 100% de su valor nominal (a la par) en la fecha de amortización, que será en la fecha de vencimiento de las emisiones. A pesar de que la totalidad de los títulos se amortizan al plazo de vencimiento, como ya se ha comentado anteriormente, en 2014 se amortizan parcialmente obligaciones de las emisiones llevadas a cabo en junio del 2007 y octubre de 2009; y en 2016 recompra obligaciones de las emisiones llevadas a cabo en octubre de 2012 y diciembre de 2011 (fungible con la emisión de marzo de 2005).

Además, durante el periodo de análisis se amortizan tres de las emisiones realizadas a lo largo del mismo.

En relación con los tipos de interés, las obligaciones tienen un tipo de interés anual fijo mientras que los bonos tienen un tipo de interés variable en función de Euribor. Hay que destacar también que, los tipos de interés anuales han ido disminuyendo a lo largo de los años registrando el valor máximo en 2008 con un 5,99% y el mínimo en 2016 con un 1,00%, un 5% inferior.

Finalmente, al análisis de emisiones de renta fija realizadas por Abertis, de los 6.390 millones de euros de nominal emitidos durante el periodo de análisis, 1.815 millones de euros (el 28,40%) son emitidos con vencimiento inferior a los 7 años y los 4.575 millones de euros restantes (71,60%) tienen un vencimiento superior a los 7 años.

### 3.3.2 Adif-Alta Velocidad

Adif-Alta Velocidad es una compañía pública española con domicilio social en Madrid, calle Sor Ángela de la Cruz, 3, planta 9ª, adscrita al Ministerio de Fomento, que nace en 2013 tras la separación de Adif (concentrada en las líneas convencionales) en dos sociedades.

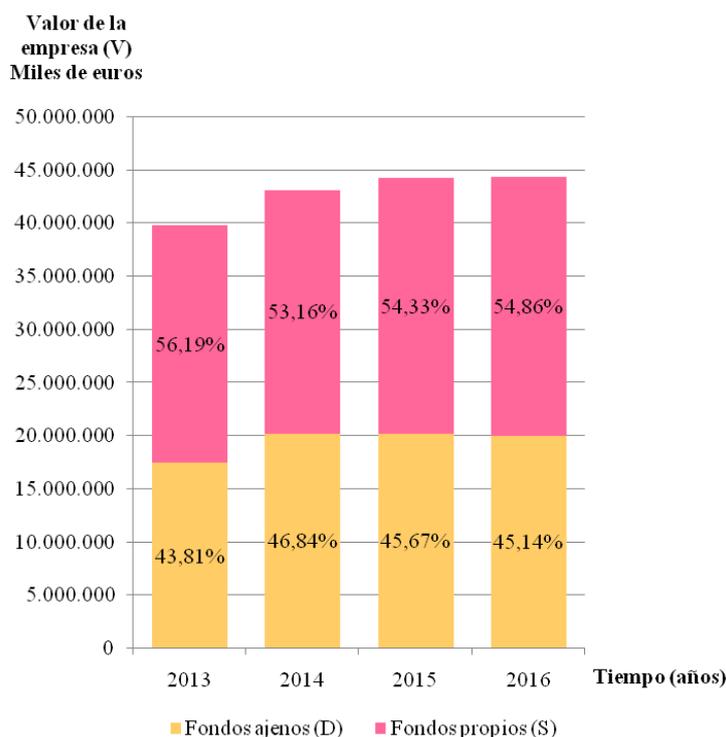
Adif Alta Velocidad se ocupa de la construcción y gestión de infraestructuras ferroviarias de alta velocidad, así como de los negocios de estaciones de viajeros de alta velocidad.

Adif sigue llevando a cabo determinadas actividades para Adif Alta Velocidad como son la gestión de los sistemas de control de la circulación y de la capacidad de las infraestructuras, el mantenimiento, la protección y seguridad ciudadana, funciones corporativas, etc.

#### Estructura de capital: fondos propios y ajenos

En el Gráfico 3.6, que se muestra a continuación, podemos observar la evolución que ha experimentado la estructura financiera de Adif-AV según la naturaleza de los recursos financieros. Es decir, podemos observar las diferencias de distribución que tiene de los fondos propios y fondos ajenos, y la importancia que han tenido en a lo largo del periodo de análisis 2013-2016<sup>5</sup>.

**Gráfico 3.6. Estructura de capital de Adif Alta Velocidad.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

<sup>5</sup>El periodo de análisis de la empresa Adif-Alta Velocidad va desde 2013 a 2016 porque la empresa nace al inicio del periodo de estudio.

Como puede observarse en el Gráfico 3.6, en el año 2013, Adif-AV tiene un valor cercano a los 40.000 millones de euros. Los datos presentados en porcentaje, representan el peso que tienen los fondos propios y los fondos ajenos respecto al valor total de la empresa.

En 2014, podemos observar un aumento del valor de la empresa (superior a los 3.000 millones de euros) acompañado de un incremento del peso de fondos ajenos de un 3%. En los años posteriores, el valor de la empresa también se ve incrementado llegando en 2016 a valores cercanos a 45.000 millones de euros.

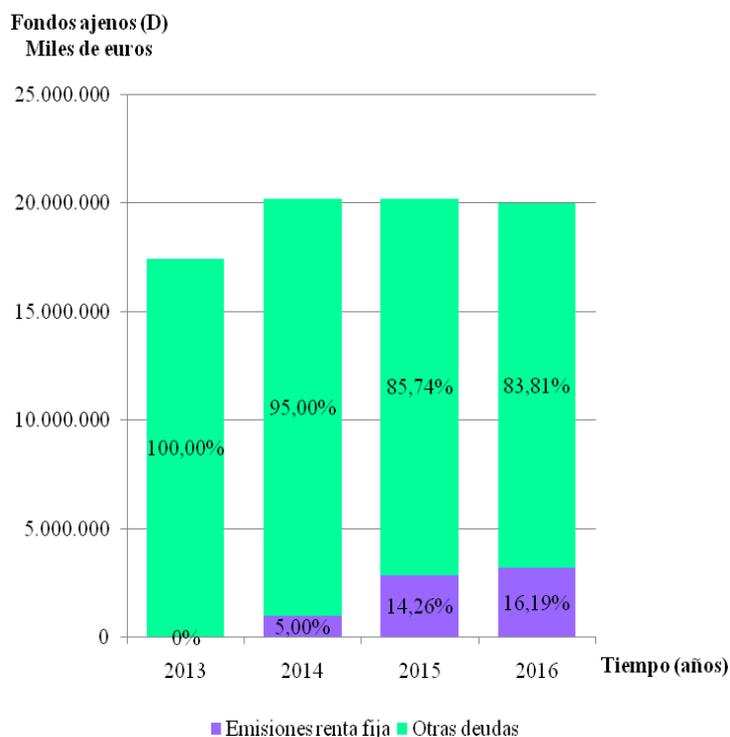
En relación con el peso de los fondos ajenos, se aprecia un ligero crecimiento entre los años 2013-2014 y una leve caída entre 2015-2016. A pesar de producirse esta caída, la proporción de los fondos ajenos que componen su estructura de capital, es superior a la registrada al inicio del periodo de estudio.

Como comentario general de la estructura de capital de Adif-AV, se observa que, durante todo el período de análisis, la proporción de fondos ajenos es menor que la de los fondos propios, situándose entre el 40 y el 50% del valor de la empresa, aunque esas diferencias se reducen al final del período. También hay que decir que, en términos generales, no se aprecian grandes diferencias entre la evolución del valor de la empresa y la de los fondos propios y ajenos.

### Estructura de la financiación ajena

A continuación, nos centramos en el análisis de las emisiones de renta fija de la empresa Adif-Alta Velocidad. El Gráfico 3.7 muestra, en términos porcentuales, la situación de la deuda de Adif-AV por emisiones de valores de renta fija y por otras deudas (con entidades de crédito, con empresas de grupo y asociadas, etc.) a lo largo del periodo de análisis 2013-2016.

**Gráfico 3.7. Composición de los fondos ajenos de Adif Alta Velocidad.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

Analizando el Gráfico 3.7, se puede observar que, al inicio del periodo 2013 la financiación ajena es de 17.500 millones de euros aproximadamente, distribuidos en su totalidad bajo el concepto de Otras deudas. La mayor parte de estas deudas provienen de deudas financieras con entidades de crédito contraídas por Adif.

Podemos comprobar que, tras el acceso de Adif-Alta Velocidad a los mercados de capitales, la proporción de las Emisiones de renta fija se ha incrementado a lo largo de todo el periodo (a partir de 2013), llegando en el año 2016 a presentar el 16,19% de la financiación ajena. Esto ocurre en detrimento del concepto de Otras deudas que, a lo largo del periodo, han ido disminuyendo: un 5% en 2014, más de un 14% en 2015 y más de un 16% en 2016. La corporación llevó a cabo Emisiones de renta fija para completar sus necesidades de financiación así como diversificar sus fuentes de financiación.

Como conclusión al análisis de fondos ajenos de Adif Alta Velocidad, en términos generales, no se aprecian grandes diferencias en la evolución de los fondos ajenos. A pesar de que las Emisiones de renta fija llevadas a cabo por la empresa se han visto aumentadas y Otras deudas se han visto disminuidas lo largo del periodo de estudio, se pone de manifiesto a partir de este análisis, que la compañía ha recurrido en mayor medida a la financiación a través de préstamos con entidades financieras (préstamos BEI) y en menor medida a la captación de fondos ajenos acudiendo directamente al mercado. Esto se debe principalmente a las limitaciones con las que ha contado al acceder a los mercados financieros.

Durante el periodo de estudio 2013-2016, la empresa poseía débitos por 47.906 millones de euros originados por deudas financieras mantenidas con entidades de crédito y 7.126 millones de euros corresponden a emisiones de valores de renta fija. Las deudas mantenidas por emisiones de títulos de renta fija suponen cerca del 15% de las deudas mantenidas con entidades financieras por préstamos concedidos.

### **Títulos de renta fija**

El análisis de la estructura de capital de Adif-Alta Velocidad finaliza con el análisis de las obligaciones y bonos, que son los únicos instrumentos de renta fija que utiliza para financiarse.

A través de este análisis se va a examinar el saldo en circulación (o saldo vivo) así como las características y utilización de los mismos, durante el periodo objeto de estudio. En este caso, hablamos solo de obligaciones y bonos.

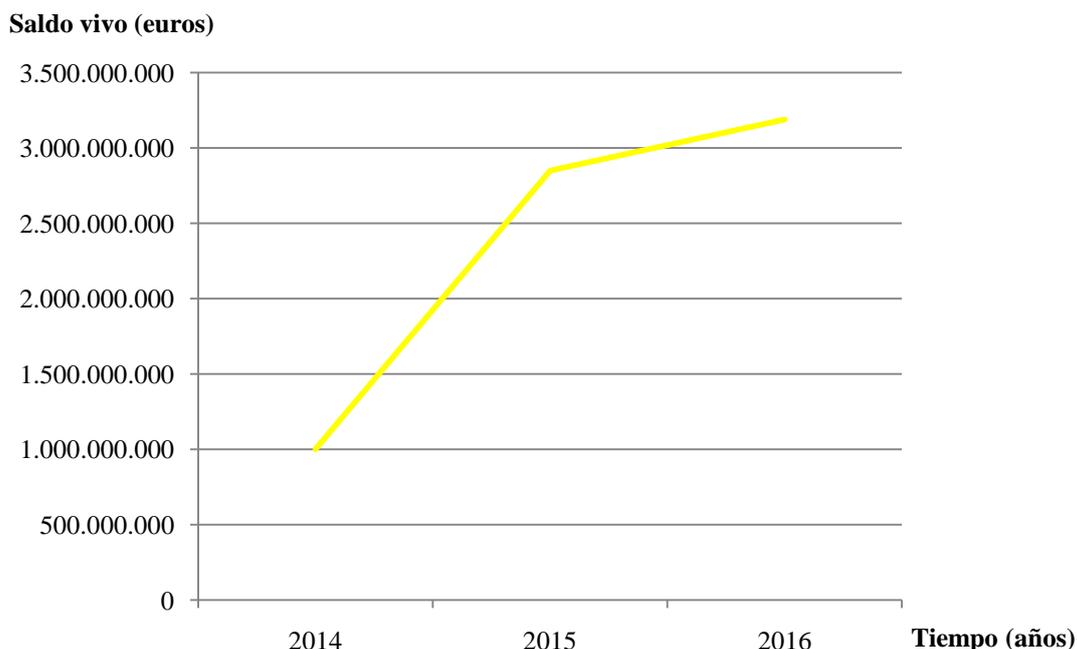
### **Obligaciones y bonos**

El Gráfico 3.8 muestra, las unidades monetarias nominales vivas<sup>6</sup> de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por la compañía en el período objeto de estudio.

---

<sup>6</sup> Al final del periodo, a 31 de diciembre de cada año objeto de estudio.

**Gráfico 3.8. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Adif-Alta Velocidad.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

Con respecto al saldo en circulación de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por la empresa, podemos comprobar en el Gráfico 3.8 que, en al inicio del periodo de análisis 2013, la entidad no dispone de saldo en vivo porque en ese mismo año no efectuó emisiones de tales títulos.

Podemos observar, el ascenso desde 2014 del saldo vivo, pasando de 1.000 millones de euros (que representa un 14% del saldo vivo de todo el periodo) a 3.190 millones de euros (un 45%) al final del mismo. En efecto, el incremento producido, en 2 años, es más de 2.000 millones de euros.

En la Tabla 3.2 que se muestra a continuación se detallan las características de las emisiones de obligaciones y bonos efectuadas por Adif-Alta Velocidad en el periodo 2013-2016.

**Tabla 3.2. Emisiones de renta fija de Adif-Alta Velocidad.**

Valores	Emisión	Divisa	Nominal	Tipo de interés (anual)	Amortización	Mercado
Obligaciones	27/05/2014	Euros	1.000.000.000	3,500%	27/05/2024	Bolsa de Valores irlandesa
Obligaciones	28/01/2015	Euros	1.000.000.000	1,875%	28/01/2025	AIAF
Obligaciones	22/09/2015	Euros	600.000.000	1,875%	22/09/2022	AIAF
Obligaciones	09/12/2015	Euros	125.000.000	1,875%	22/09/2022	AIAF
Obligaciones	09/12/2015	Euros	14.600.000	1,875%	22/09/2022	AIAF
Obligaciones	10/12/2015	Euros	100.400.000	1,875%	22/09/2022	AIAF
Obligaciones	14/12/2015	Euros	10.000.000	1,875%	22/09/2022	AIAF
Obligaciones	28/04/2016	Euros	340.200.000	1,875%	22/09/2022	AIAF
Total valores emitidos		Euros	3.190.200.000			

Fuente: Elaboración propia, a partir de las cuentas anuales, de las condiciones finales de las emisiones de los programas EMTN publicados por Adif-Alta Velocidad y de los folletos de admisión publicados por la CNMV.

Podemos ver que durante el periodo de análisis 2013-2016, la compañía Adif-AV llevó a cabo tres emisiones de obligaciones (porque las emisiones de obligaciones con idéntica fecha de amortización se engloban bajo la misma emisión) con un valor nominal global de 3.190 millones de euros y que fueron admitidas a negociación en la Bolsa de Valores irlandesa y en el mercado de renta fija AIAF bajo el programa EMTN (Euro Medium Term Notes).

Asimismo, podemos comprobar que las características de las obligaciones son similares en cuanto al tipo de interés y fecha de vencimiento, y diferentes en cuanto al nominal emitido.

Las obligaciones efectuadas en mayo de 2014 y enero y septiembre de 2015, fueron emitidas con una prima de 13 millones de euros. Por el contrario, el resto de emisiones realizadas por la compañía se emitieron sobre la par. Todas las obligaciones serán amortizadas al 100% de su valor nominal en la fecha de vencimiento de las emisiones.

En relación con los tipos de interés, todas las obligaciones tienen un tipo de interés anual fijo. Estos tipos de interés han ido disminuyendo a lo largo de los años, pasando de un 3,50% en 2014 a 1,875% a partir de 2015, más de un 1,5% inferior.

Finalmente, el análisis de emisiones de renta fija realizadas por Adif-AV, permite comprobar que la totalidad de las obligaciones tienen un vencimiento comprendido entre los 6 y 10 años.

### **3.3.3 Autopistas del Atlántico, S.A**

Autopistas del Atlántico Concesionaria Española, S.A. (AUDASA), con domicilio social en A Coruña, calle Alfredo Vicenti, 15, es una empresa española creada en 1973 como sociedad anónima, dedicada a la construcción, mantenimiento y aprovechamiento de la autopista de peaje que une las poblaciones de El Ferrol y Tuy (frontera con Portugal), con un total de 219,6 kilómetros; así como a la gestión de sus áreas de servicio y aparcamientos.

La compañía invierte en tecnología y modernos sistemas para respaldar la seguridad vial. Entre estos sistemas se encuentran: señales ópticas sobre la situación meteorológica, señales de recomendación de velocidad, paneles luminosos que informen de las posibles retenciones y postes SOS con funcionamiento 24 horas que facilita la comunicación con la asistencia sanitaria y mecánica.

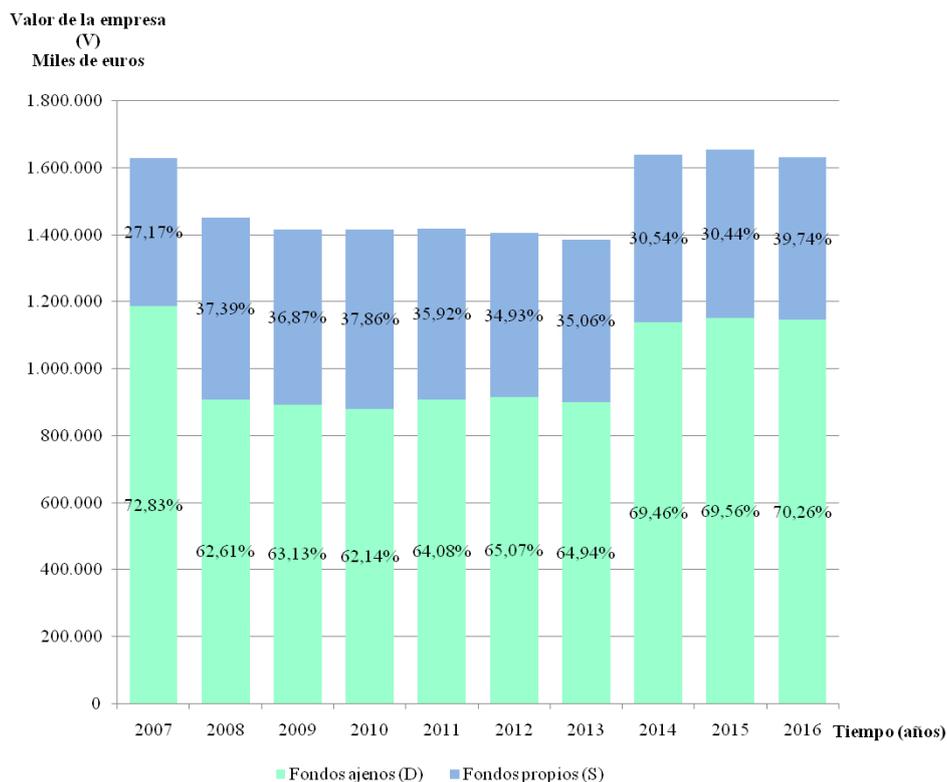
El capital social de la sociedad pertenece en su totalidad a ENA INFRAESTRUCTURAS, S.A.U.

Además, la empresa forma parte de un grupo de sociedad cuya sociedad dominante es ITÍNERE INFRAESTRUCTURAS, S.A.

#### **Estructura de capital: fondos propios y ajenos**

En el Gráfico 3.9, que se muestra a continuación, podemos observar la evolución que ha tenido la estructura financiera de AUDASA, según la naturaleza de los recursos financieros: fondos propios y fondos ajenos, y la importancia que han tenido en a lo largo del periodo de análisis 2007-2016.

**Gráfico 3.9. Estructura de capital de Audasa.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

Como puede observarse en el Gráfico 3.9, en el año 2007, momento en el que tiene lugar la aparición de la recesión económica, Audasa tiene un valor superior a 1.600 millones de euros. Los datos, presentados en porcentaje, representan el peso que tienen los fondos propios y los fondos ajenos respecto al valor total de la empresa.

Entre 2007 y 2013 se observa una caída continuada del valor de la empresa (aproximadamente de 244 millones de euros) y el incremento del mismo, en el periodo 2014-2016, siendo el valor al final del período de estudio similar al registrado al inicio del periodo de estudio, alcanzando su nivel máximo en 2015, donde la empresa presenta un valor de 1.656 millones de euros).

Es importante tener en cuenta que, al igual que valor de la empresa, la financiación ajena aminora su valor y proporción durante el periodo 2007-2013 y se intensifica en los años restantes.

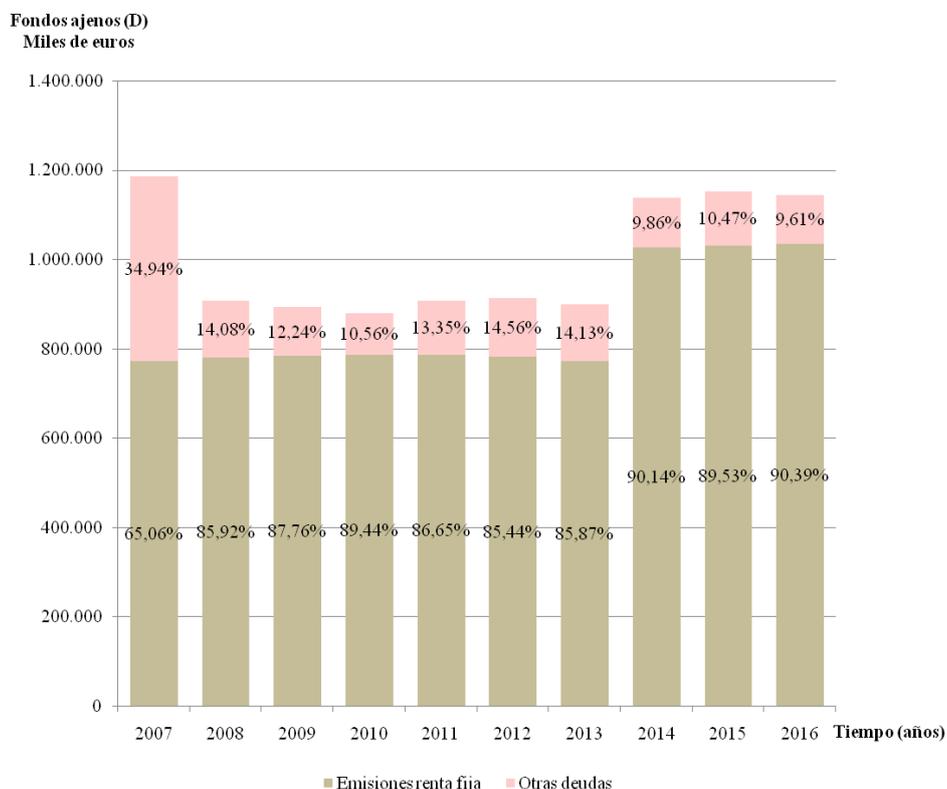
Destaca lo ocurrido en 2007 y 2010, donde la financiación ajena registra una mayor y menor composición respectivamente, siendo la proporción máxima de un 72,83% y la mínima de 62,14%. La diferencia se sitúa en casi un 10%, equivalente a 307 millones de euros.

Como comentario final al análisis de la estructura de capital de Audasa, durante todo el período de análisis, se observa que la proporción de fondos ajenos es siempre mayor que la de los fondos propios. Si bien esas diferencias se reducen al final del período. También hay que decir que, en términos generales, no se aprecian grandes diferencias entre la evolución del valor de la empresa y la de los fondos propios y ajenos.

### Estructura de la financiación ajena

Seguidamente, nos centramos en el análisis de las emisiones de renta fija de la empresa Audasa. El Gráfico 3.10 muestra, en porcentaje, la composición de los fondos ajenos de la compañía en el período objeto de estudio, comparando el peso que tienen las emisiones de renta fija y otras deudas respecto a los fondos ajenos.

**Gráfico 3.10. Composición de los fondos ajenos de Audasa.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

Analizando el Gráfico 3.10, se puede observar que al inicio del periodo y en los 6 años siguientes, el valor de las Emisiones de renta fija realizadas por la empresa se mantiene en valores ligeramente inferiores a los 800 millones de euros. Mientras que, al final del periodo, el valor de las emisiones así como su proporción, aumentan.

Frente a lo anterior, no ocurre lo mismo con la proporción de las Emisiones de renta fija respecto al total de fondos ajenos. Podemos comprobar una subida a lo largo de todo el periodo (a partir de 2007) de la proporción de dichas emisiones respecto al total de financiación ajena, siendo espectacular, sobre todo, el aumento de ese peso en el año 2014 que llega a ser del 90,14%. Lógicamente, ocurre lo contrario con el peso de Otras deudas, cuya proporción experimenta una caída de hasta un 25% a lo largo del periodo.

Como conclusión al análisis de fondos ajenos de Audasa, durante todo el período de análisis la proporción de Emisiones de renta fija es muy superior que la de Otras deudas ya que, salvo en el primer período, la importancia relativa de éstas últimas no llega al 15%. Las diferencias además se hacen más evidentes al final del período. Se pone de manifiesto a partir de este análisis, que la compañía ha recurrido en menor medida a la financiación a través de préstamos con entidades financieras y en mayor medida a la captación de fondos ajenos acudiendo directamente al mercado.

### Títulos de renta fija

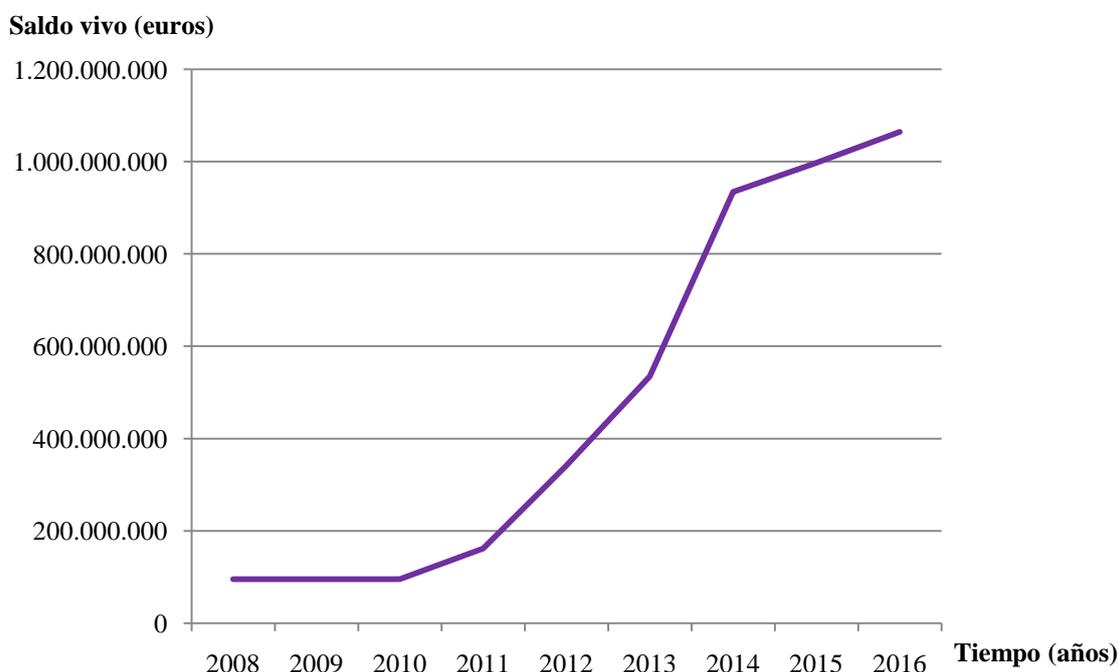
El análisis de la estructura de capital de Audasa finaliza con el análisis de los instrumentos de renta fija que utiliza para financiarse: obligaciones y bonos que se diferencian, principalmente, en el período de vencimiento.

A través de este análisis se va a estudiar el saldo en circulación (o saldo vivo) así como las características y utilización de las obligaciones y bonos, durante el periodo objeto de estudio.

### Obligaciones y bonos

El Gráfico 3.11 muestra, las unidades nominales monetarias vivas<sup>7</sup> de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por la compañía en el período objeto de estudio.

**Gráfico 3.11. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Audasa.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

Con respecto al saldo en circulación de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por la empresa, podemos comprobar, que durante los tres años siguientes al inicio de la crisis económica en 2007, el saldo vivo pendiente de pago se mantiene constante y es el más bajo de todo el periodo de análisis, un 2% del saldo vivo de todo el periodo. En el ejercicio 2007 la sociedad no llevó a cabo emisiones y por ello no existe saldo vivo, de ahí que en el Gráfico 3.11 no aparezca dicho año.

Frente a lo anterior, podemos observar el incremento continuado desde 2010 de saldo vivo de las emisiones. En efecto, de un 2% (equivalente a un saldo superior a los 95 millones de euros) en 2010, se ha pasado, en seis años, a un 25% (correspondiente a un saldo vivo de 1.065 millones de euros).

<sup>7</sup> Al final del periodo, a 31 de diciembre de cada año objeto de estudio.

En el periodo 2008-2010, el saldo en circulación en cada uno de los años es de 95,3 millones de euros, correspondiente al valor nominal de la emisión llevada a cabo por la empresa en el año 2008. Y en el periodo 2011-2016, el saldo vivo en cada uno de los años pertenece a las emisiones realizadas con anterioridad a la fecha y a las efectuadas en el mismo año. El saldo vivo concierne a la totalidad el valor nominal de las emisiones porque la amortización de las mismas se realiza a la fecha de vencimiento. Por ello, en el año 2016, el saldo vivo es de 1.065 millones de euros, de los cuales, 998 millones euros se refieren a las emisiones realizadas en años anteriores y 67 millones de euros a la realizada en el mismo año.

En la Tabla 3.3 que se muestra a continuación se detallan las características de las obligaciones y bonos emitidas por Audasa en el periodo 2007-2016.

**Tabla 3.3. Emisiones de renta fija de Audasa.**

Valores	Emisión	Divisa	Nominal	Tipo de interés (anual)	Amortización	Mercado
Obligaciones	27/03/2008	Euros	95.326.000	4,850%	27/03/2018	AIAF
Obligaciones	31/05/2011	Euros	66.111.000	6,000%	31/05/2021	AIAF
Obligaciones	16/05/2012	Euros	180.303.600	5,750%	16/05/2022	AIAF
Obligaciones	26/06/2013	Euros	193.000.000	5,200%	26/06/2023	AIAF
Obligaciones	01/04/2014	Euros	400.000.000	4,750%	01/04/2020	AIAF
Obligaciones	14/12/2015	Euros	63.451.000	3,750%	14/12/2025	AIAF
Obligaciones	17/05/2016	Euros	66.801.000	3,150%	17/05/2026	AIAF

Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV y emisiones registradas en el AIAF.

Podemos ver que durante el periodo de análisis 2007-2016, la compañía Audasa tiene siete emisiones de obligaciones con un valor nominal global de 1.065 millones de euros, admitidas a negociación en el mercado de Renta Fija AIAF. El objetivo principal de las emisiones de obligaciones realizadas a lo largo del periodo de análisis es el refinanciar vencimiento de deuda así como hacer frente a obras de ampliación. Por su parte, en los años 2007, 2009 y 2010, la empresa no emite instrumentos de deuda.

El precio de emisión de las obligaciones coincide con el valor nominal, luego las emisiones se realizan a la par y no se emiten con prima de emisión. Además, la amortización de estas emisiones tiene lugar a la fecha de vencimiento por la totalidad de los valores y se realizará a la par (por su valor nominal).

En relación con los tipos de interés, las obligaciones se emiten con un tipo de interés anual fijo. Además, los tipos de interés anuales han ido disminuyendo a lo largo de los años registrando el valor más alto en 2011 con un 6,00% y el más bajo en 2016 con un 3,15%, cerca de un 3% inferior.

Finalmente, el análisis de emisiones de renta fija realizadas por Audasa durante el periodo 2007-2016, se hace referencia al vencimiento de los títulos utilizados: el 86% de las obligaciones emitidas tiene vencimiento a 10 años y el 14% restante, a 6 años.

### **3.3.4 Autopista Concesionaria Astur-Leonesa, S.A**

Autopista Concesionaria Astur-Leonesa, S.A. (AUCALSA), con domicilio social en Parque Empresarial ASIPO II, Plaza Santa Bárbara, 4-2ª planta, Cayés-Llanera (Asturias), es una sociedad anónima española creada en 1975, dedicada a la construcción, sostenimiento y explotación de la autopista de peaje que une las

poblaciones de Campomanes (Asturias) y León, con un total de 219,6 kilómetros; así como a la gestión de sus áreas de servicio y aparcamientos.

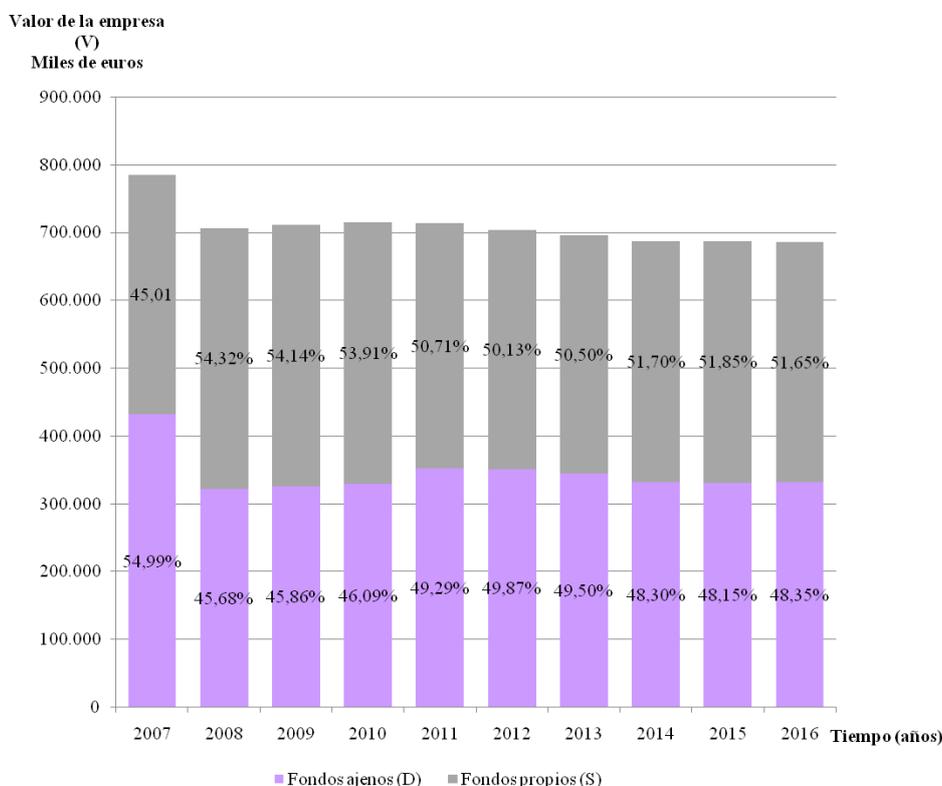
Además dirige actividades orientadas a las áreas de servicio, actividades adicionales a la construcción, conservación y explotación de las autopistas, estaciones de servicio y aparcamientos, entre otros.

El capital social de la sociedad pertenece en su totalidad a ENA INFRAESTRUCTURAS, S.A.U. que a la vez es ostentada por ENAITINERE, S.U.R.L.

### Estructura de capital: fondos propios y ajenos

En el Gráfico 3.12, que se muestra a continuación, podemos observar la evolución que ha tenido la estructura financiera de AUDASA, según distribución, en porcentaje, que tiene de los fondos propios y fondos ajenos y la importancia que han tenido en a lo largo del periodo de análisis 2007-2016.

**Gráfico 3.12. Estructura de capital de Aucalsa.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

Como puede observarse en el Gráfico 3.12, en el año 2007, momento en el que tiene lugar la aparición de la recesión económica, Aucalsa tiene un valor inferior a 800 millones de euros. En los años siguientes, desde 2007 hasta 2016, se puede comprobar una caída continuada del valor de la empresa (aproximadamente de 100 millones de euros). En cuanto a los fondos ajenos, al igual que ocurre con el valor de la empresa, podemos observar una disminución de la composición de financiación ajena durante el periodo de estudio. En efecto, se pasa de un 55% en 2007 a un 48% en 2016.

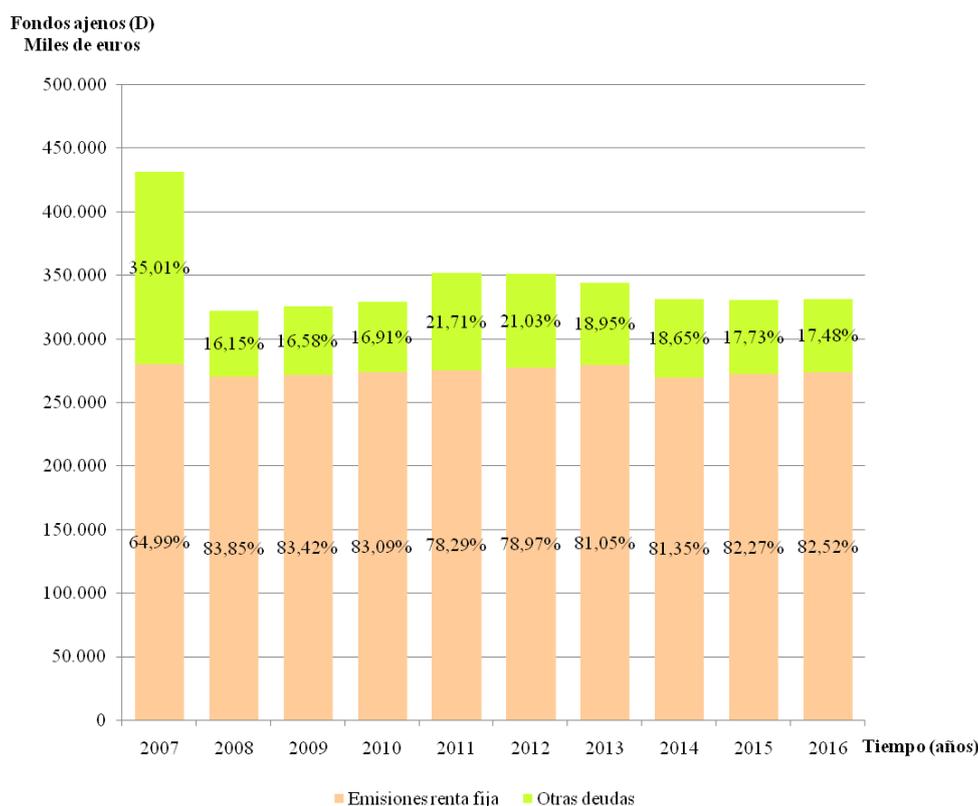
Como comentario final al análisis de la estructura de capital de Aucalsa, durante todo el período de análisis la proporción de fondos ajenos es siempre mayor que la de los

fondos propios, si bien esas diferencias se reducen al final del período. También hay que decir que, en términos generales, no se aprecian grandes diferencias entre la evolución del valor de la empresa y la de los fondos propios y ajenos, salvo en lo que se refiere al primer año del período objeto de estudio.

### Estructura de la financiación ajena

Seguidamente, nos centramos en el análisis de las emisiones de renta fija de la empresa Aucalsa. El Gráfico 3.13 muestra, en porcentaje, la composición de los fondos ajenos de la compañía en el período objeto de estudio, comparando el peso que tienen las emisiones de renta fija y otras deudas respecto a los fondos ajenos.

**Gráfico 3.13. Composición de los fondos ajenos de Aucalsa.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

Analizando el Gráfico 3.13, se puede observar que a lo largo del periodo 2007-2016, el valor de las Emisiones de renta fija realizadas por la empresa se mantiene en valores próximos a 275 millones de euros.

Frente a lo anterior, no ocurre lo mismo con la proporción de las mismas respecto al total de fondos ajenos. Podemos comprobar una subida a lo largo del periodo 2007-2008 y 2012-2016 de la proporción de las Emisiones de renta fija respecto al total de financiación ajena, siendo espectacular, sobre todo, el aumento de ese peso en el año 2008, que llega a ser del 83,85%. Ocurre lo contrario en el periodo 2008-2012, donde el peso de las Emisiones de renta fija ha disminuido registrando el nivel mínimo en 2011, con un 78,29% de la financiación ajena. El motivo reside en la disminución notable del valor de las Otras deudas de la compañía entre los años 2007 y 2008.

Como conclusión al análisis de fondos ajenos de Aucalsa, durante todo el período de análisis, se observa que la proporción de Emisiones de renta fija es siempre muy

superior que la de otras deudas, aumentando esas diferencias al final del período. Se pone de manifiesto a partir de este análisis, que la compañía ha recurrido en menor medida a la financiación a través de préstamos con entidades financieras y en mayor medida a la captación de fondos ajenos acudiendo directamente al mercado.

Durante el periodo 2007-2016, la empresa posee débitos por 2.744 millones de euros originados por emisiones de valores de renta fija.

### Títulos de renta fija

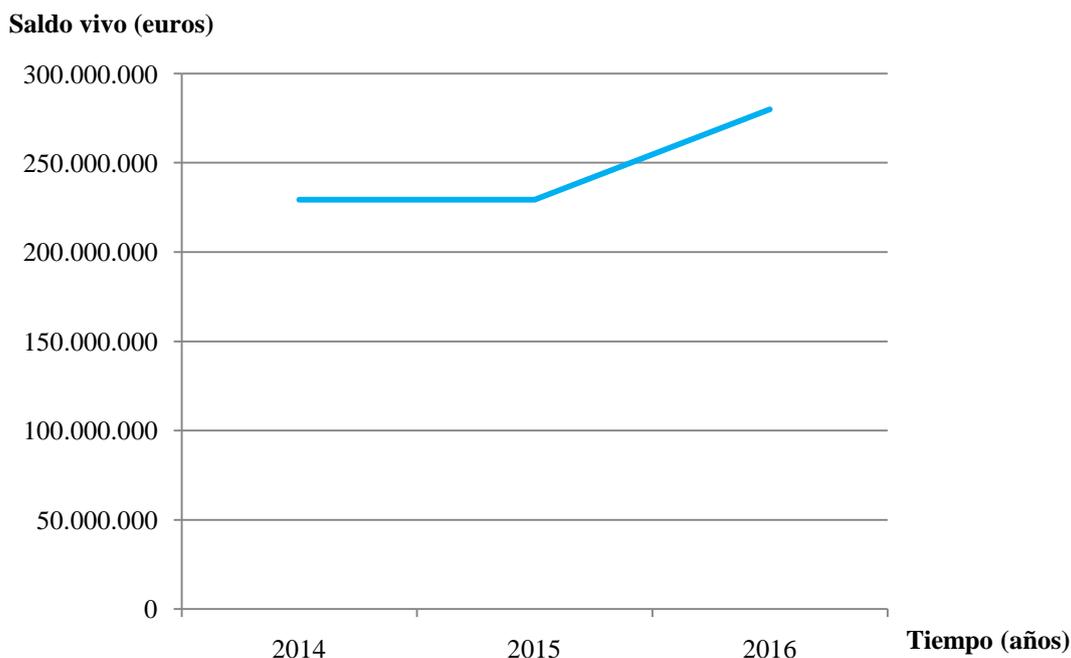
El análisis de la estructura de capital de Aucalsa finaliza con el análisis de los instrumentos de renta fija que utiliza para financiarse: obligaciones y bonos, que se diferencian principalmente en el período de vencimiento.

A través de este análisis se va a estudiar el saldo vivo así como las características y utilización de las obligaciones y bonos, durante el periodo objeto de estudio.

### Obligaciones y bonos

El Gráfico 3.14 muestra, las unidades nominales monetarias vivas<sup>8</sup> de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por la compañía en el período objeto de estudio.

**Gráfico 3.14. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Aucalsa.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

Con respecto al saldo en circulación de las emisiones de obligaciones y bonos realizados por la empresa durante el periodo 2007-2016, podemos comprobar, que no es hasta el año 2014 cuando la empresa realizó emisiones de obligaciones y bonos. Durante los años 2014 y 2015, el saldo vivo pendiente de pago se mantiene constante en 229 millones de euros (corresponde al importe nominal de la emisión efectuada en 2014); y en 2016 el saldo vivo aumenta a 280 millones de euros debido a la emisión de 2016.

<sup>8</sup> Al final del periodo, a 31 de diciembre de cada año objeto de estudio.

En la Tabla 3.4 que se muestra a continuación se detallan las características de las obligaciones y bonos emitidas por Aucalsa en el periodo 2007-2016.

**Tabla 3.4. Emisiones de renta fija de Aucalsa.**

Valores	Emisión	Divisa	Nominal	Tipo de interés (anual)	Amortización	Mercado
Bonos	09/06/2014	Euros	229.400.000	4,350%	09/06/2019	AIAF
Bonos	17/05/2016	Euros	50.643.000	2,900%	17/05/2021	AIAF
Total valores emitidos		Euros	280.043.000			

Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV y emisiones registradas en el AIAF.

Podemos ver que durante el periodo de análisis 2007-2016, Aucalsa tiene dos emisiones de bonos con un valor nominal global de 280 millones de euros, admitidas a negociación en el mercado de Renta Fija AIAF. El objetivo principal de las emisiones de obligaciones realizadas a lo largo del periodo de análisis es el de refinanciar vencimiento de deuda.

El precio de emisión de los bonos así como la amortización de los títulos, coincide con el valor nominal, luego las emisiones se realizan a la par y no se emiten ni con prima de emisión ni con prima de reembolso. La totalidad de los bonos se amortizan a fecha de vencimiento.

En relación con los tipos de interés, los bonos se emiten con un tipo de interés anual fijo. Además, los tipos de interés anuales han ido de 2014 a 2016 en casi un 1,50%.

Finalmente, se observa que la totalidad de las obligaciones emitidas tiene un vencimiento de 5 años.

### 3.3.5 Autovía de los Viñedos

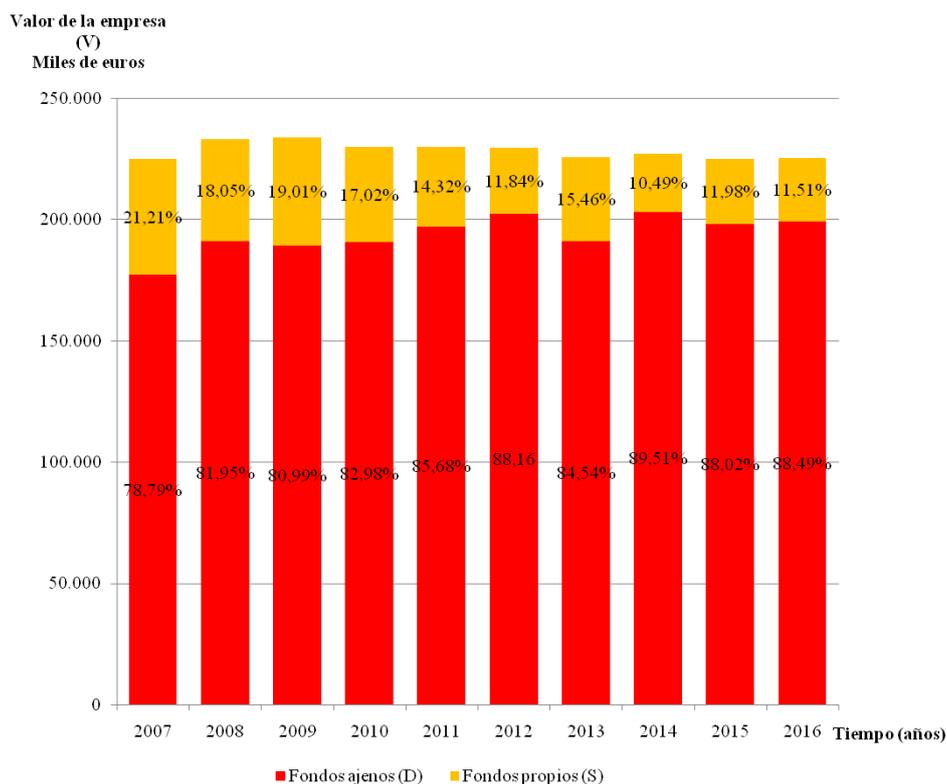
Autovía de los Viñedos, S.A. Concesionaria de la Junta de Comunidad de Castilla-La Mancha (en adelante Auvisa) es una corporación española con domicilio social en Alcázar de San Juan (Ciudad Real), carretera de Manzanares, km 1,300 que nace en el 24 de enero de 2003. Pero no es hasta dos años más tarde cuando tiene lugar la apertura de la autovía e inicio del desarrollo de su actividad.

La entidad se ocupa de la construcción, preservación y utilización de la autovía CM-400, Toledo-Tomelloso y Tramo Consuegra-Tomelloso de 74,50 Km de longitud. Tiene un total de 127 Km. Se encarga, además, de la dedicación de las áreas de servicio.

#### **Estructura de capital: fondos propios y ajenos**

En el Gráfico 3.15, que se muestra a continuación, podemos observar la evolución que ha experimentado la estructura financiera de Auvisa, según la distribución que tiene de fondos propios y fondos ajenos, y la importancia que han tenido a lo largo del periodo de análisis 2007-2016.

**Gráfico 3.15. Estructura de capital de Auvisa.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

Como puede observarse en el Gráfico 3.15 en el año 2007, momento en el que tiene lugar la aparición de la recesión económica, Auvisa tiene un valor cercano a los 225 millones de euros. Los datos, presentados en porcentaje, representan el peso que tienen los fondos propios y los fondos ajenos respecto al valor total de la empresa.

Merece la pena destacar como el valor de la empresa presenta una proporción de fondos ajenos creciente durante el periodo de análisis. Y ocurre lo contrario con los fondos propios ya que no hay grandes variaciones en el valor de la compañía en el período objeto de estudio. Así, al final del periodo, año 2016, la sociedad posee un valor similar al registrado al inicio del periodo pero los fondos ajenos, que representan un 88,49% del valor de la empresa, han aumentado su importancia relativa alrededor de un 10% en relación al momento de aparición de la crisis económica.

Destaca lo ocurrido en el 2014, año donde se apunta el peso máximo de financiación ajena con la que cuenta la empresa, un 89,51% (en valores absolutos corresponde a más de 203 millones de euros), casi un 11% superior al registrado inicialmente.

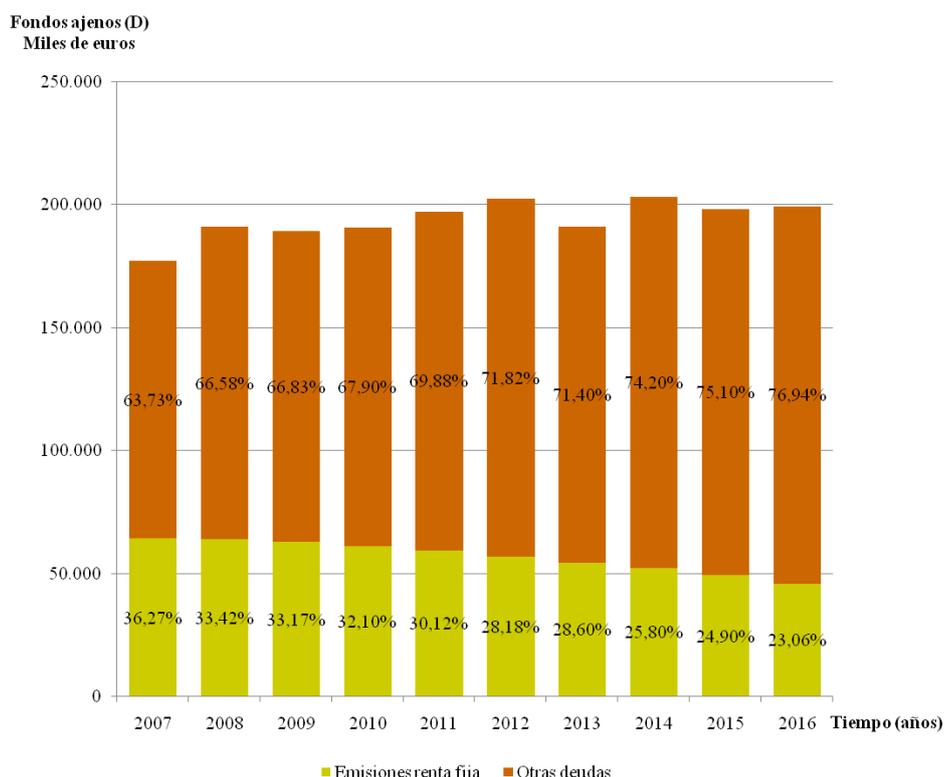
Como conclusión al análisis de Auvisa, las fuentes de financiación, tanto internas como externas, de la empresa oscilan al alza o a la baja en torno al 10%, no alterando de forma significativa la forma de financiarse. Se puede afirmar que la fuente de financiación predominante (más de tres cuartas partes del valor de la empresa) durante el periodo de crisis económica es la financiación ajena. En cuanto a los fondos propios, aunque su peso es menor que la de la financiación ajena, se puede decir que han ido disminuyendo año tras año.

En términos generales, durante todo el período de estudio la proporción de fondos ajenos es siempre mayor que la de los fondos propios. Si bien esas diferencias se acentúan aún más al final del período. Asimismo, no se aprecian grandes diferencias entre la evolución del valor de la empresa y la de los fondos propios y ajenos.

### Estructura de la financiación ajena

A continuación, nos centramos en el análisis de las emisiones de renta fija de la empresa Auvisa. El Gráfico 3.16 muestra, en términos porcentuales, la composición de los fondos ajenos de la compañía en el período objeto de estudio, comparando el peso que tienen las emisiones de renta fija y otras deudas respecto a los fondos ajenos

**Gráfico 3.16. Composición de los fondos ajenos de Auvisa.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

Analizando el Gráfico 3.16, se puede observar que al inicio del periodo, 2007, la financiación ajena es de 177 millones de euros aproximadamente, distribuidos en casi el 64% en Otras deudas y el 36% restante en Emisiones de renta fija.

En los años posteriores, las Emisiones de renta fija han ido disminuyendo de forma progresiva, registrando el dato más significativo en 2016, un 23% (más de 64 millones de euros) de la financiación ajena de la empresa, un 13% inferior a las emisiones registradas en el momento de la aparición de la recesión económica.

Como conclusión al análisis de fondos ajenos de Auvisa, en términos generales, no se aprecian grandes diferencias en la evolución de los fondos ajenos y la de las emisiones de renta fija y otras deudas. Las Emisiones de renta fija llevadas a cabo por la empresa se han visto reducidas y Otras deudas se han visto incrementadas lo largo del periodo de estudio.

### Títulos de renta fija

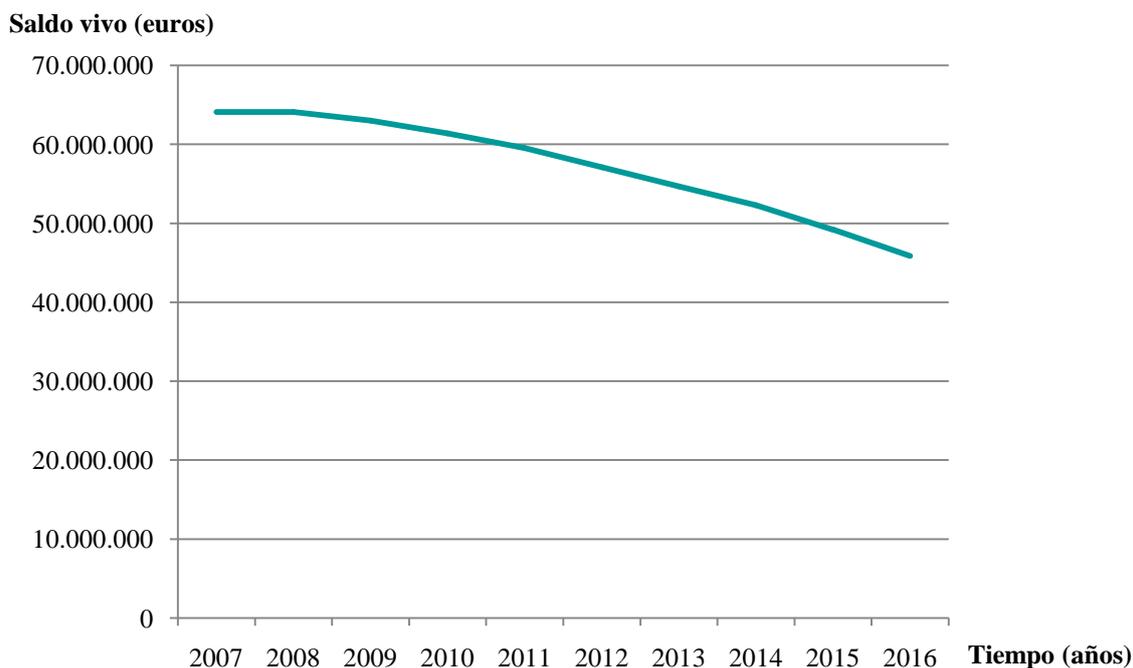
El análisis de la estructura de capital de Auvisa finaliza con el análisis de los instrumentos de renta fija que utiliza para financiarse: obligaciones y bonos, que se diferencian principalmente en el período de vencimiento.

A través de este análisis se va a examinar el saldo en circulación (o saldo vivo) así como las características y utilización de los mismos, durante el periodo objeto de estudio.

### Obligaciones y bonos

El Gráfico 3.17 muestra, las unidades monetarias nominales vivas<sup>9</sup> de las emisiones de obligaciones y bonos efectuadas por la empresa en el período objeto de estudio.

**Gráfico 3.17. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Auvisa.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

Con respecto al saldo en circulación de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por la empresa en el periodo 2007-2016, éste corresponde a la emisión efectuada en el ejercicio 2004. Y es posible comprobar la caída a partir de 2007 del saldo vivo, que se debe a la amortización desde 2009 de los títulos.

A continuación, se puede observar en la Tabla 3.5 el cuadro financiero del empréstito donde se detallan los fondos de Auvisa.

<sup>9</sup> Al final del periodo, a 31 de diciembre de cada año objeto de estudio.

**Tabla 3.5. Cuadro del Servicio Financiero del Empréstito.**

FECHA	PRINCIPAL	CUPONES	AMORTIZACION
04-nov-04	63.595.738,00		
15-dic-04		344.893,12	
15-dic-05		3.070.390,00	
15-dic-06		3.070.390,00	
15-dic-07		3.070.390,00	
15-dic-08		3.078.802,03	
15-dic-09		3.070.390,00	1.077.192,88
15-dic-10		3.018.792,46	1.615.789,32
15-dic-11		2.941.396,15	1.885.087,54
15-dic-12		2.858.911,69	2.423.683,98
15-dic-13		2.735.006,00	2.423.683,98
15-dic-14		2.618.911,53	2.387.535,47
15-dic-15		2.504.548,59	3.103.796,11
15-dic-16		2.362.331,21	3.342.549,66
15-dic-17		2.195.768,62	3.581.303,21
15-dic-18		2.024.224,20	4.058.810,30
15-dic-19		1.829.807,19	4.536.317,39
15-dic-20		1.616.935,44	5.013.824,49
15-dic-21		1.372.355,39	3.820.056,75
15-dic-22		1.189.374,67	4.297.563,85
15-dic-23		983.521,36	4.775.070,94
15-dic-24		756.863,40	4.775.070,94
15-dic-25		526.069,57	5.013.824,49
15-dic-26		285.907,37	5.730.085,13
15-dic-27		11.436,30	238.753,57

Fuente: Folleto informativo completo. Emisión de bonos garantizados Autovía de los Viñedos (Auvisa, 2004).

En la Tabla 3.6 que se muestra a continuación se detallan las características de las obligaciones y bonos emitidos por Auvisa en el periodo 2007-2016.

**Tabla 3.6. Emisiones de renta fija de Auvisa.**

Valores	Emisión	Divisa	Nominal	Tipo de interés (anual)	Amortización	Mercado
Obligaciones	04/11/2004	Euros	64.100.000	4,790%	15/12/2027	AIAF
Total valores emitidos		Euros	64.100.000			

Fuente: Elaboración propia, a partir de las cuentas anuales y de los folletos de emisión publicados por la CNMV.

Podemos ver que durante el periodo de análisis 2007-2016, la compañía Auvisa no llevó a cabo emisiones de obligaciones y bonos. Y es que, la única emisión que llevó a cabo la entidad fue con fecha 4 de noviembre de 2004 por un importe nominal de 64 millones de euros, a un tipo de interés fijo anual del 4,79% y con vencimiento superior a los 23 años. Esta emisión fue solicitada a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija.

Las obligaciones se empezaron a amortizar el 15 de diciembre de 2009. Además, se emitieron y se amortizan a la par (por su valor nominal), o lo que es lo mismo, éstas no se emitieron con prima de emisión ni con prima de reembolso.

Esta emisión de obligaciones se realizó con el fin de poder financiar la construcción de la autovía.

### 3.3.6 Telefónica, S.A

Telefónica, S.A., con domicilio social en Madrid, Gran Vía número 28, es una empresa española anónima fundada el 19 de abril de 1924 con la denominación social de Compañía Telefónica Nacional de España, S.A. La compañía cotiza en la Bolsa

española y es una de las empresas que pertenece al Ibex 35, así como en las bolsas de Londres, Nueva York, Lima y Buenos Aires.

Está considerada como la corporación más significativa de Europa dentro el sector de telecomunicaciones. Su actividad se basa en redes fijas, móviles y de banda ancha, así como servicios digitales innovadores para satisfacer las necesidades de sus clientes.

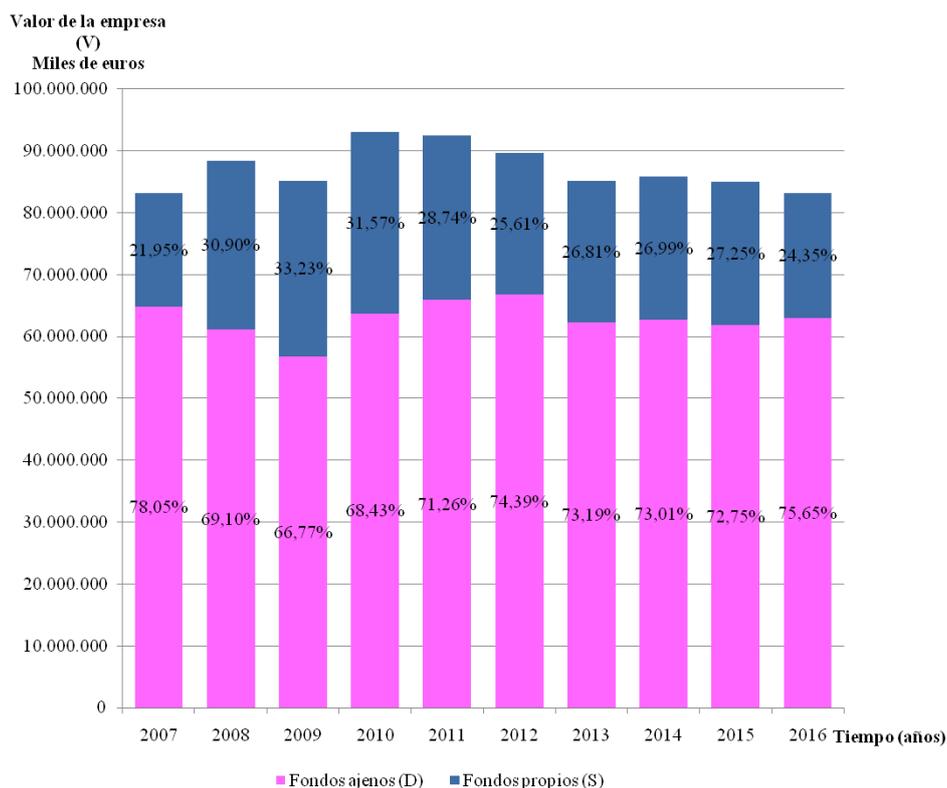
La compañía Telefónica ofrece servicios de telecomunicación tanto a nivel nacional como a nivel internacional. A nivel europeo como en Reino Unido, Alemania y Países Bajos y a nivel latinoamericano como en Brasil, Argentina, Chile, Venezuela, México y Colombia entre otros.

La sociedad forma parte de un grupo de empresas dedicadas al sector de las telecomunicaciones y entretenimiento, siendo ésta la compañía dominante.

### Estructura de capital: fondos propios y ajenos

En el Gráfico 3.18, que se muestra a continuación, podemos observar la evolución que ha tenido la estructura financiera de Telefónica, S.A., según la naturaleza de los recursos financieros. Es decir, podemos diferenciar la distribución que tiene de los fondos propios y fondos ajenos, y la importancia que han tenido en a lo largo del periodo de análisis 2007-2016.

**Gráfico 3.18. Estructura de capital de Telefónica, S.A.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros individuales anuales publicados por la CNMV y la base de datos Sabi.

El Gráfico 3.18 muestra, en porcentaje, el peso que tienen los fondos propios (o financiación propia) y los fondos ajenos (o financiación ajena) con respecto al valor total (o financiación total) de la empresa.

Como puede observarse en el Gráfico 3.18, durante todo el período de análisis se observa una mayor relevancia de los fondos ajenos respecto a los fondos propios suponiendo casi tres cuartas partes de la financiación global de la empresa. En el año 2007, momento de inicio de la crisis económica, Telefónica, S.A. cuenta con una financiación total que sobrepasa los 80.000 millones de euros.

A partir de 2008, podemos observar un aumento de la financiación total llegando a superar en los años 2010 y 2011 los 90.000 millones de euros, momento a partir del cual, el valor de la empresa empieza a disminuir alcanzando en 2016 un valor similar al registrado en 2007, siendo el valor de fondos ajenos ligeramente inferior (aproximadamente de un 3%). Es ya en 2009 cuando se aprecia la mayor disminución de la financiación ajena en el periodo, más de 10% (8.000 millones) inferior al año 2007.

A pesar de que en el periodo 2010-2012 la empresa ve disminuido su valor, los fondos ajenos aumentan en términos absolutos hasta llegar a valores cercanos a los 67.000 millones de euros.

Es importante tener en cuenta, que a lo largo del periodo de análisis se observa también que los fondos ajenos han tenido una mayor notoriedad con respecto a los fondos propios superando el 70% de la financiación total. En relación con los fondos propios, a pesar de que presentan una evolución creciente durante el periodo comprendido entre 2007-2010, empieza a apreciarse una disminución de los mismos hasta el último año de análisis.

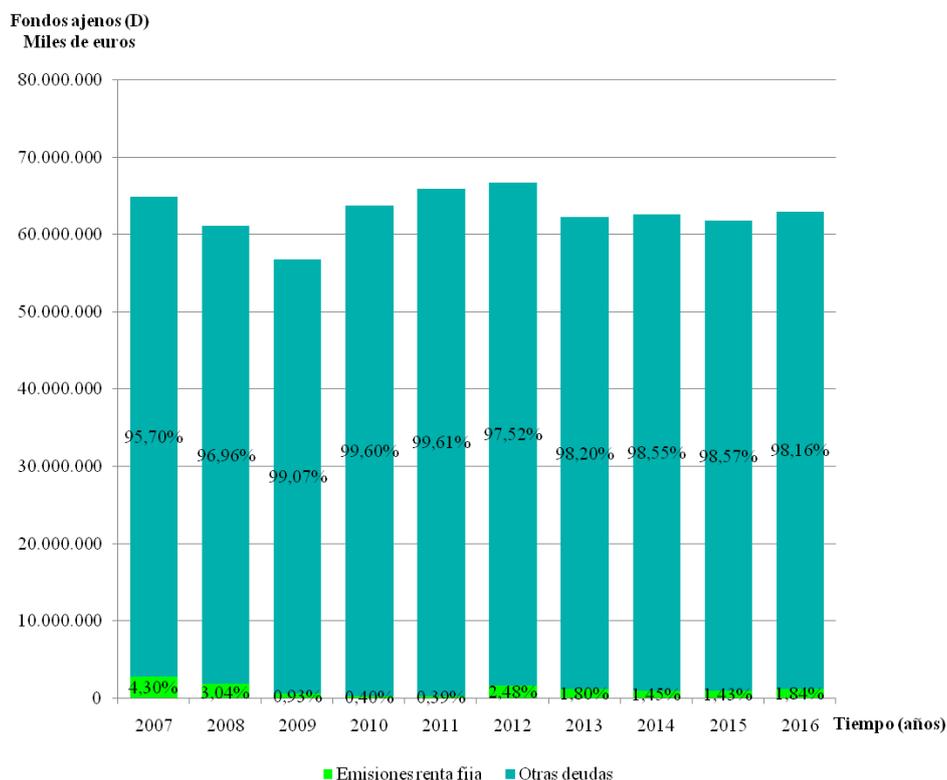
Como forma de concluir el análisis de Telefónica, se puede afirmar que la crisis económica ha alterado su forma de financiación en el segundo y tercer año donde la financiación ajena presentaba una menor composición, aunque posteriormente ha tenido su recuperación de forma rápida en años los siguientes. Esta es la fuente de financiación preponderante, en su estructura de capital, más del 70% del valor de la empresa. En cuanto a los fondos propios, si bien su importancia relativa es menor que la de la financiación ajena, se puede decir que no se han experimentado cambios significantes durante el periodo porque al final del mismo los valores son similares a los del inicio a pesar de que han ido aumentando durante los cuatro primeros años y disminuyendo en los seis últimos años.

Como comentario general, durante todo el período de análisis la proporción de fondos ajenos es siempre mayor que la de los fondos propios. Si bien esas diferencias se reducen en los dos años posteriores al inicio de la crisis económica. También hay que decir que, en términos generales, no se aprecian grandes diferencias entre la evolución del valor de la empresa y la de los fondos propios y ajenos.

### **Estructura de la financiación ajena**

Analizamos seguidamente la composición de los fondos ajenos de Telefónica. El Gráfico 3.19 presenta, en porcentaje, el peso que tienen las emisiones de renta fija y otras deudas respecto a los fondos ajenos.

**Gráfico 3.19. Composición de los fondos ajenos de Telefónica, S.A.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros individuales anuales publicados por la CNMV y la base de datos Sabi.

Como puede observarse en el Gráfico 3.19, durante el periodo 2007-2016 las Emisiones de activos de renta fija realizadas durante el periodo de análisis por Telefónica, S.A. apenas supera el 4% de la financiación ajena de la empresa, registrando en 2007 el peso más alto, un 4,30% (2.800 millones de euros).

A partir de 2007 las Emisiones de renta fija han ido disminuyendo hasta alcanzar en 2011 la más baja composición y valor registrado durante el periodo estudiado, un 0,39% (252 millones de euros). A partir de este año, las emisiones de la empresa aumentan ligeramente para posteriormente continuar disminuyendo hasta alcanzar al final del periodo un peso del 1,84% con respecto al total de los fondos ajenos con los que cuenta la sociedad.

Como conclusión a este análisis, se puede observar que en el año de inicio de la crisis económica es cuando la empresa emite más instrumentos de deuda. Estas emisiones de renta fija que ha llevado a cabo la sociedad suponen una parte prácticamente insignificante de su financiación ajena. Se pone de manifiesto a partir de este análisis, que la compañía ha recurrido en mayor medida a la financiación a través de préstamos y en menor medida a la captación de fondos ajenos acudiendo directamente al mercado.

El principal origen de los fondos ajenos es la deuda que mantiene Telefónica, S.A. con empresas del grupo y asociadas, principalmente con Telefónica Emisiones S.A.U. (entidad que obtiene capital en la realización de emisiones de instrumentos financieros de deuda para ser utilizado con fines corporativos generales por Telefónica S.A.) y Telefónica Europe B.V. (capta fondos en los mercados de capitales que posteriormente presta a Telefónica S.A.), filiales (sociedades instrumentales) participadas en un 100%

de su capital por Telefónica, S.A. que actúa garantizando las emisiones realizadas por ambas compañías.

Durante el periodo 2007-2016, la empresa posee débitos por 11.406 millones de euros originados por emisiones de valores de renta fija y 500.675 millones de euros (que suponen el 81% de la partida otras deudas) correspondientes a deudas financieras con empresas del grupo y asociadas a largo plazo. Las emisiones de pagarés de empresa, obligaciones y bonos suponen un 2,28% del importe de la financiación recibida por Telefónica S.A. a través de Telefónica Emisiones S.A.U. y Telefónica Europe B.V.

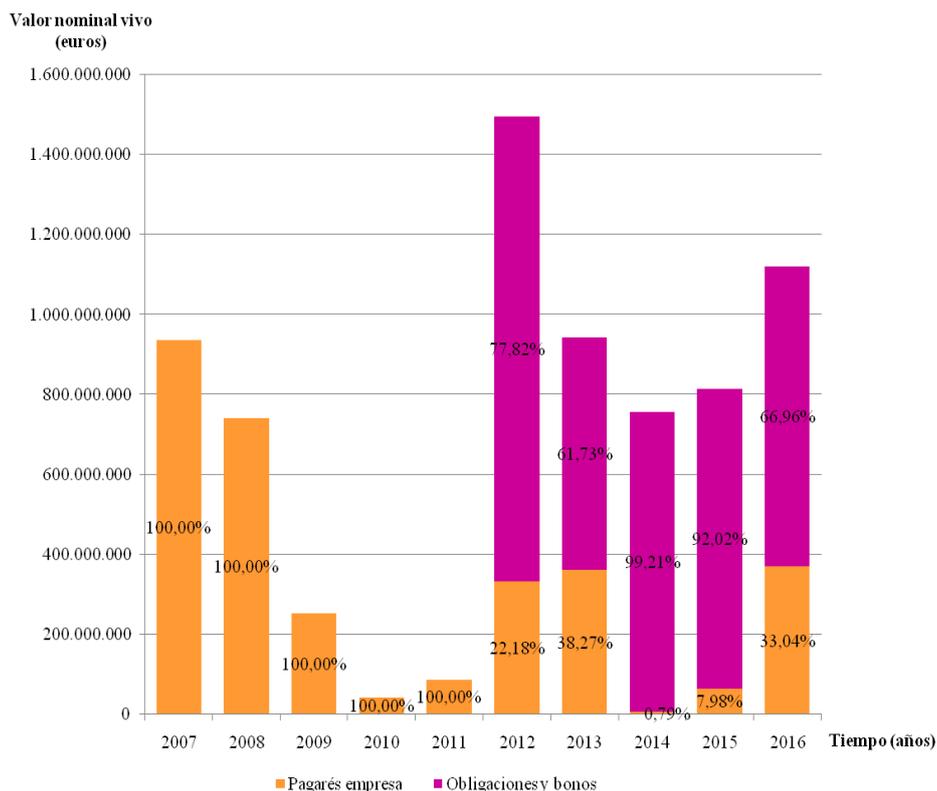
### Títulos de renta fija

El análisis de la estructura de capital de Telefónica, S.A. finaliza con el análisis de los instrumentos de renta fija que utiliza para financiarse: pagarés de empresa, obligaciones y bonos, que se diferencian principalmente en el período de vencimiento.

A través de este análisis se va a examinar el saldo en circulación así como las características y utilización de los mismos, durante el periodo objeto de estudio.

El Gráfico 3.20 muestra, en porcentaje, la composición del saldo vivo<sup>10</sup> de las emisiones de renta fija realizadas por la compañía en el período objeto de estudio, comparando la proporción entre pagarés de empresa respecto a la emisión de obligaciones y bonos.

**Gráfico 3.20. Saldo vivo de las emisiones de renta fija de Telefónica, S.A.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV, cuentas anuales e informes de gestión y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

Analizando el Gráfico 3.20, podemos comprobar una caída del saldo en circulación de 898 millones de euros durante el periodo 2007-2010 y de 741 millones de euros en

<sup>10</sup> Al final del periodo, a 31 de diciembre de cada año objeto de estudio.

2012-2014; y un ascenso del mismo de 1.455 millones de euros en 2010-2012 y 364 millones de euros en 2014-2016.

Además, se observa que desde el inicio del periodo y hasta 2011, la totalidad del saldo vivo (el 100%) pertenece a los programas de pagarés contratados por la empresa. A partir de 2011 la proporción de saldo en circulación de los pagarés concierne menos del 40%.

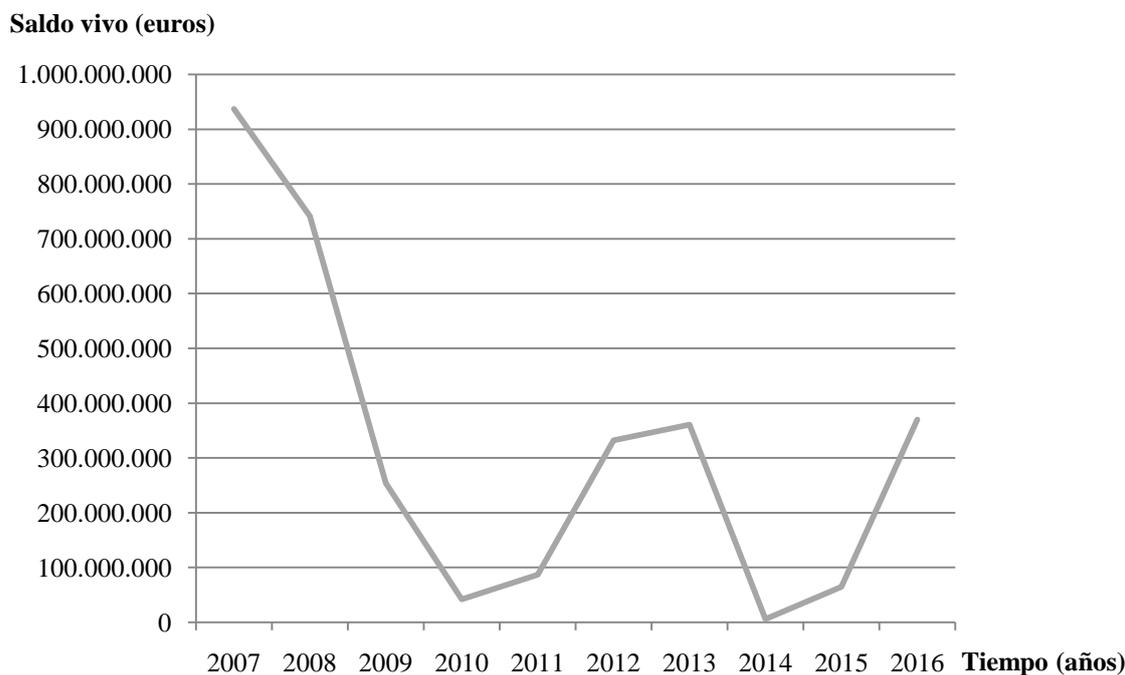
Merece la pena destacar que la proporción de saldo en circulación de obligaciones y bonos emitidos ha caído en los años 2013, 2015 y 2016 y se ha incrementado de manera espectacular en 2014, llegando a registrar en este año, más del 99%.

Como comentario final, a lo largo del periodo de análisis la proporción de saldo vivo correspondiente a los programas de pagarés llevados a cabo por la empresa es superior a la proporción de saldo pendiente de pagar que concierne a las emisiones de obligaciones y bonos durante el periodo 2007-2011 porque a lo largo de estos años, la compañía no emitió valores de renta fija a medio y largo plazo. Si bien estas diferencias se reducen al final del periodo.

### Pagarés de empresa

El Gráfico 3.21 muestra, las unidades monetarias nominales vivas, a 31 de diciembre, de los programas de pagarés de empresa que contrata la compañía en el período objeto de estudio.

**Gráfico 3.21. Saldo vivo de pagarés de Telefónica, S.A.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV, cuentas anuales e informes de gestión y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

Nótese que el saldo vivo en cada uno de los años objeto de estudio corresponde a los programas de pagarés estipulados anualmente en tales años, dado que su vencimiento es anual.

Analizando el Gráfico 3.21, podemos comprobar que entre 2007 y 2010, el saldo en circulación se redujo desde los 937 millones de euros a 42 millones de euros (895 millones de euros) y entre 2013 y 2014 de 361 millones de euros a 6 millones (355 millones de euros). En 2007, el saldo vivo de pagarés de empresa supone cerca del 29% del saldo vivo de los programas registrados durante el periodo de análisis.

Además, se observa entre 2010 y 2013 un ascenso de 322 millones de euros y entre 2014-2016 de 364 millones de euros.

En el periodo 2007-2016, los instrumentos de renta fija que emite Telefónica, S.A. son principalmente pagarés de empresa.

Telefónica S.A. emitió pagarés a través de programas. Durante el periodo 2007-2016 ha contratado diez programas de emisión de pagarés. Estos valores han sido emitidos a través de la CNMV y la negociación de los mismos ha tenido lugar en el mercado organizado oficial AIAF de Renta Fija.

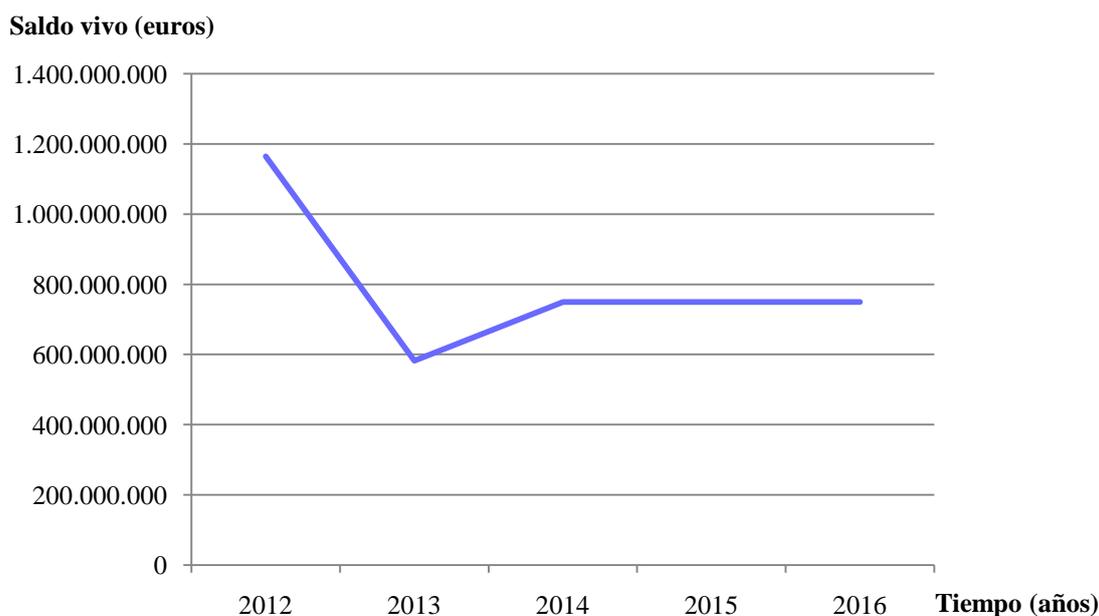
El importe nominal de los programas de pagarés contratados por la entidad oscila entre los 500 millones de euros y los 2.000 millones de euros.

La sociedad utilizó estos instrumentos como financiación a medio y largo plazo renovando dichos programas de manera anual. La amortización de los mismos tienen plazos que oscilan entre 1, 2, 3, 6, 12, 18 y 25 meses para la colocación mediante subastas y entre 7 y 750 días para la colocación a medida. Los programas de pagarés no entran en vigor hasta el vencimiento del programa anterior y existen durante un año, contado a partir de la fecha de publicación en la CNMV.

### Obligaciones y bonos

El Gráfico 3.22 muestra, las unidades monetarias nominales vivas, a 31 de diciembre, de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por la entidad en el período de análisis.

**Gráfico 3.22. Saldo vivo de obligaciones y bonos de Telefónica, S.A.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV, cuentas anuales e informes de gestión y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

Con respecto al saldo en circulación de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por la empresa, podemos comprobar que, la compañía no realizó emisiones hasta 2012. Entre 2012 y 2013 el saldo vivo disminuye pasando de 1.165 millones de euros a 582 millones de euros (583 millones de euros). En efecto, de un 29% del saldo vivo total del periodo, se ha pasado, a un 14%. Por su parte, a partir de 2013 y hasta 2014, el saldo pendiente de pago aumenta 167 millones de euros, llegando a 750 millones de euros.

En los tres últimos años del periodo de análisis 2014, 2015 y 2016, el saldo vivo se mantiene constante en 750 millones de euros, lo que supone un 19% del saldo total vivo de emisiones de obligaciones y bonos.

Además de los pagarés de empresa, la compañía emitió bonos y obligaciones cuyas características se muestran en la Tabla 7 siguiente.

**Tabla 7. Emisiones de renta fija de Telefónica, S.A.**

Valores	Emisión	Divisa	Nominal	Tipo de interés (anual)	Amortización	Mercado
Obligaciones	29/11/2012	Euros	1.164.741.000	4,184%	29/11/2022	AIAF
Bonos	24/07/2014	Euros	750.000.000	6,000%	24/07/2017	Bolsa de Valores de Frankfurt
Total valores emitidos		Euros	1.914.741.000			

Fuente: Elaboración propia, a partir de las cuentas anuales e informes de gestión.

Podemos ver que durante el periodo de análisis 2007-2016, la compañía Abertis tiene una emisión de obligaciones y otra de bonos, con un valor nominal total de 1.915 millones de euros, admitidas a negociación en el mercado de renta fija AIAF. Se observa además que, las características de los bonos y obligaciones varían en las distintas emisiones. Varían en el nominal emitido, el tipo de interés y la fecha de vencimiento, entre otras.

Las obligaciones y los bonos se emitieron sin prima de emisión (a la par).

Todas las obligaciones serán reembolsadas al 100% de su valor nominal (a la par) en la fecha de amortización, que será en la fecha de vencimiento de las emisiones. A pesar de que la totalidad de los títulos se amortizan al plazo de vencimiento, a 29 de mayo de 2014 amortizó la totalidad de las 1.941.235 obligaciones emitidas en noviembre de 2012, cuyo valor nominal unitario fue de 300 euros. Telefónica abonó a los obligacionistas un total 588 millones de euros.

Con fecha 24 de julio de 2014, la empresa emitió bonos canjeables por acciones ordinarias de Telecom Italia, S.p.A. en el mercado secundario no regulado (plataforma multilateral de negociación) Freiverkehr de la Bolsa de Valores de Frankfurt, por un importe de 750 millones de euros al 6% anual y con vencimiento a 3 años. Al cierre del ejercicio, la totalidad del nominal emitido está pendiente de pago.

En relación con los tipos de interés, las obligaciones y los bonos tienen un tipo de interés anual fijo. Hay que destacar también que, el tipo de interés anual de las obligaciones (4,184%) es casi un 2% inferior al tipo de interés de los bonos (6%).

Finalmente, al análisis de emisiones de renta fija realizadas por Telefónica, S.A., las obligaciones tienen un plazo de vencimiento a 10 años y los bonos a 3 años.

Como ya se ha comentado anteriormente, Telefónica S.A. recibe financiación a través de sus principales filiales Telefónica Emisiones, S.A.U. y Telefónica Europe, B.V.

La financiación recibida por parte de Telefónica Emisiones, S.A. se obtuvo a través de la emisión de deuda a través de los Programas de Emisión de Notas a Medio Plazo

(EMTN) registrado en la Financial Services Authority (FSA) de Londres, en el mercado europeo y, del programa registrado en la Comisión Nacional de Valores de los Estados Unidos (SEC) en el mercado americano.

Por otra parte, Telefónica, S.A. recibió además financiación a través de su filial Telefónica Europe, B.V. Dicha filial capta fondos a partir de emisiones de obligaciones perpetuas además de realizar operaciones de financiación a corto plazo emitiendo papeles comerciales entre 1 semana y 364 días bajo el Programa de Papel Comercial Europeo (ECP) por importes entre 2.000 y 5.000 millones de euros.

En el Anexo II se recogen las características de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por Telefónica Emisiones, S.A.U. y Telefónica Europe, B.V. a lo largo del periodo 2007-2016.

### **3.4 Análisis comparado del Sector Transportes y Comunicaciones**

El Sector Transportes y Comunicaciones pertenece al sector servicios o sector terciario.

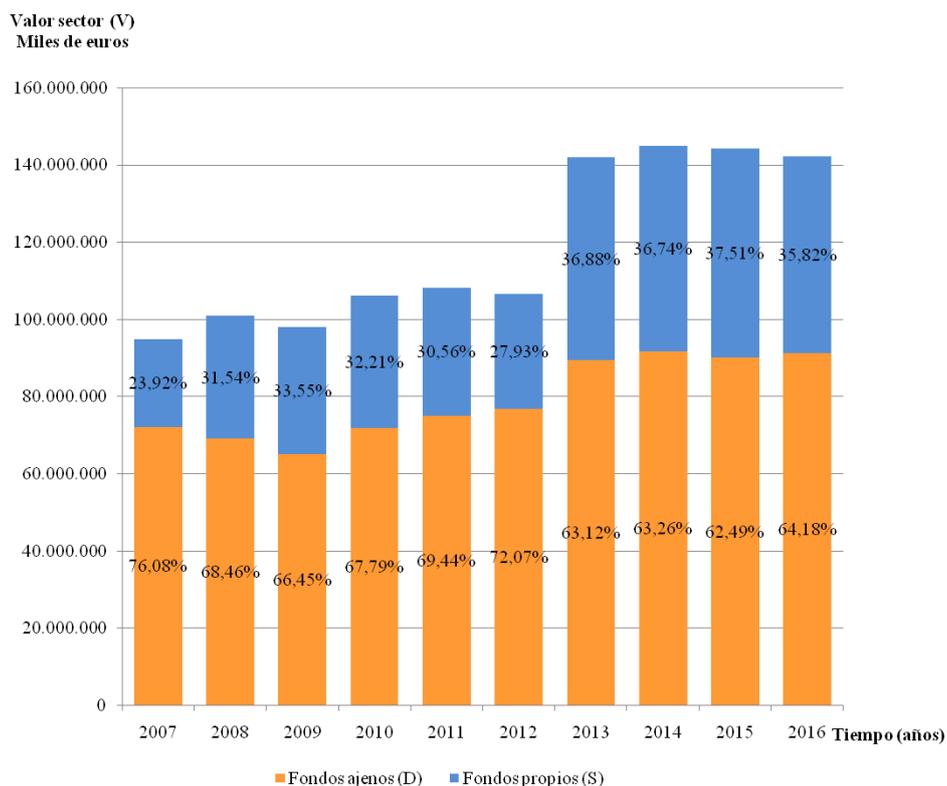
Los Sector Transportes se refiere principalmente al desarrollo de infraestructuras tanto en la red ferroviaria como vial, así como diferentes servicios como estaciones de viajeros, áreas de servicio, aparcamientos, paneles luminosos que informen de las posibles retenciones y comunicación con la asistencia sanitaria y mecánica, entre otras.

En relación con el Sector Comunicaciones, éste se basa en proporcionar servicios adaptados a las nuevas tecnologías como redes móviles, acceso a Internet y tabletas, entre otros.

#### **Estructura de capital: fondos propios y ajenos**

En el Gráfico 3.23, que se muestra a continuación, podemos observar la evolución que ha tenido la estructura financiera del Sector Transportes y Comunicaciones, según la distribución que tiene de fondos propios y fondos ajenos, y la importancia que han tenido a lo largo del periodo de análisis 2007-2016.

**Gráfico 3.23. Estructura de capital del Sector Transportes y Comunicaciones.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos de la estructura de capital de las empresas que componen el sector.

Como puede observarse en el Gráfico 3.23, en el año 2007, momento en el que tiene lugar la aparición de la recesión económica, el Sector Transportes y Comunicaciones posee el valor más pequeño de todo el periodo, 95.000 millones de euros. Los datos presentados en porcentaje representan el peso que tienen los fondos propios y los fondos ajenos respecto al valor total del sector.

A lo largo del periodo de estudio 2007-2016, el valor del sector se ha incrementado en 48.000 millones de euros. Entre 2007 y 2012 se observa el primer incremento del valor del sector (aproximadamente de 12.000 millones de euros) y entre 2012 y 2016 el segundo aumento (de 36.000 millones de euros).

Destaca lo ocurrido en 2007, donde a pesar de ser el momento donde se inicia el periodo de crisis y dificultades financieras, se registra el nivel máximo de peso de los fondos ajenos (76%). Mientras que, en 2015 se registra el nivel más bajo (62,50%).

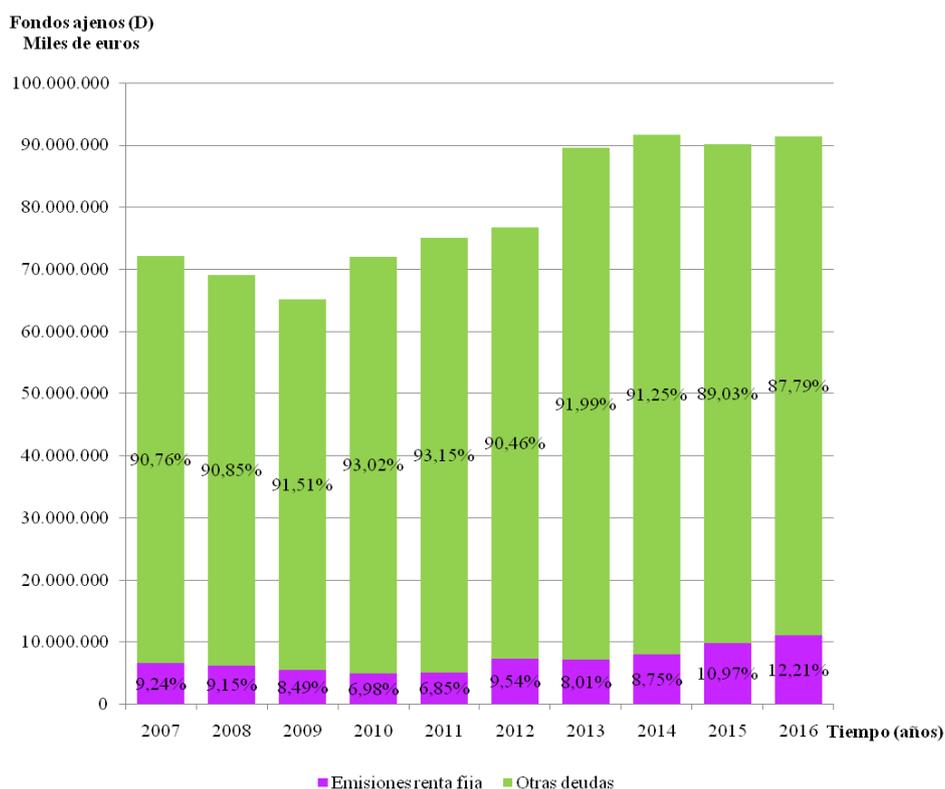
Es importante tener en cuenta que, el peso de los fondos ajenos disminuye entre 2007 y 2009 y aumenta en los años restantes. La financiación ajena durante el periodo 2007-2016 presenta una caída del 12%.

Como comentario final al análisis de la estructura de capital del Sector Transportes y Comunicaciones, durante todo el período de análisis, se observa que la proporción de fondos ajenos es siempre mayor que la de los fondos propios. Si bien esas diferencias se reducen al final del período. También hay que decir que, en términos generales, no se aprecian grandes diferencias entre la evolución del valor de la empresa y la de los fondos propios y ajenos.

### Estructura de la financiación ajena

Seguidamente, nos centramos en el análisis de las emisiones de renta fija del Sector Transportes y Comunicaciones. El Gráfico 3.24 muestra, en términos porcentuales, la composición de los fondos ajenos del sector en el período objeto de estudio, comparando el peso que tienen las emisiones de renta fija y otras deudas respecto a los fondos ajenos.

**Gráfico 3.24. Composición de los fondos ajenos del Sector Transportes y Comunicaciones.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos de la estructura de capital de las empresas que componen el sector.

Analizando el Gráfico 3.24, se puede observar que, a lo largo del periodo de análisis, Otras deudas suponen más del 90% (salvo los dos últimos años) de la financiación ajena del sector.

Podemos comprobar una caída continuada entre 2007-2016 (salvo 2012, 2015 y 2016) de la proporción de las Emisiones de renta fija respecto al total de financiación ajena, registrando en el año 2011 la proporción más pequeña (6,85%). Mientras, en el último año de análisis, el sector tiene el peso más alto de Emisiones de renta fija, un 12,21% (ligeramente superior a los 10.000 millones de euros).

Como conclusión al análisis de fondos ajenos del Sector Transportes y Comunicaciones, durante todo el período de análisis, se observa que la proporción de Emisiones de renta fija es siempre muy inferior que la de otras deudas. Si bien estas diferencias se reducen al final del período. Se pone de manifiesto a partir de este análisis, que la compañía ha recurrido en mayor medida a la financiación a través de préstamos con entidades financieras y en menor medida a la captación de fondos ajenos acudiendo directamente al mercado.

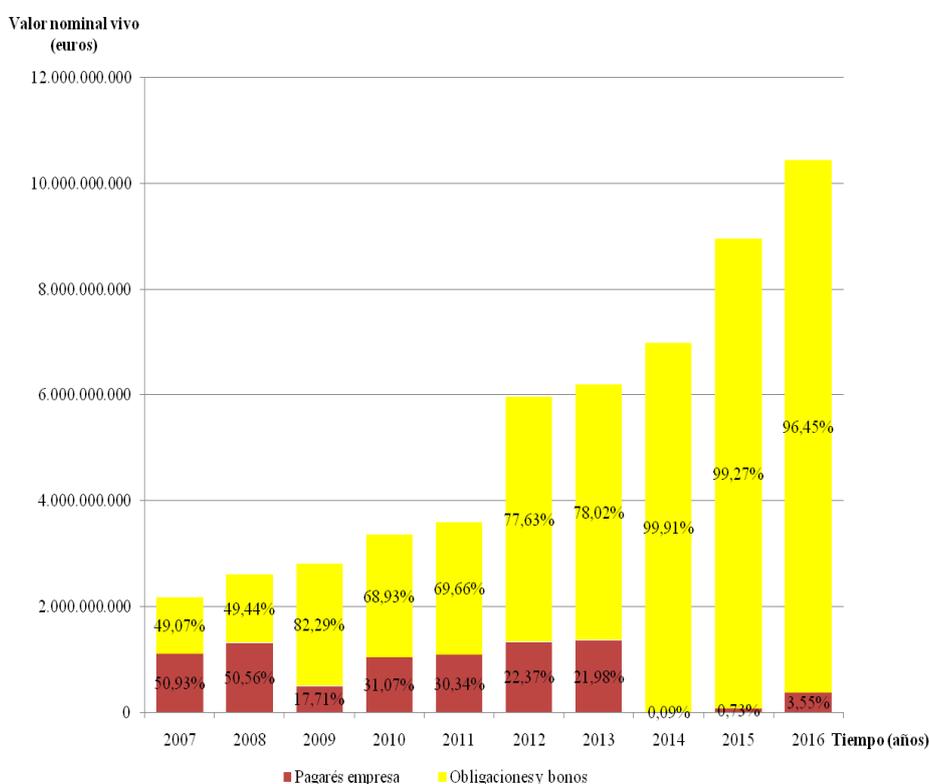
### Títulos de renta fija

El análisis de la estructura de capital del sector finaliza con el análisis de los instrumentos de renta fija que utiliza para financiarse: pagarés, obligaciones y bonos, que se diferencian principalmente en el período de vencimiento.

A través de este análisis se va a estudiar el estado en el que se encuentran los instrumentos financieros examinando el saldo en circulación (o saldo vivo) así como las características y utilización de los mismos, durante el periodo objeto de estudio.

El Gráfico 3.25 muestra, en porcentaje, la composición del saldo vivo<sup>11</sup> de las emisiones de renta fija realizadas por el sector en el período objeto de estudio, comparando la proporción entre pagarés de empresa respecto a la emisión de obligaciones y bonos.

**Gráfico 3.25. Saldo vivo de las emisiones de renta fija del Sector Transportes y Comunicaciones.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de las empresas que componen el sector.

Analizando el Gráfico 3.25, podemos comprobar el ascenso continuado del saldo en circulación durante todo el periodo de análisis. En efecto, de 2.169 millones de euros en 2007, se ha pasado, a casi 10.500 millones de euros en 2016.

También se puede observar que al inicio del periodo, el 51% del saldo vivo corresponde a los programas de pagarés contratados por el sector, mientras que el 49% restante pertenece a las emisiones de obligaciones y bonos llevadas a cabo a lo largo del periodo.

Merece la pena destacar que la proporción de saldo en circulación de pagarés de empresa ha caído a lo largo del periodo 2007-2016, siendo esta caída espectacular en 2014, donde supone menos del 0,10%.

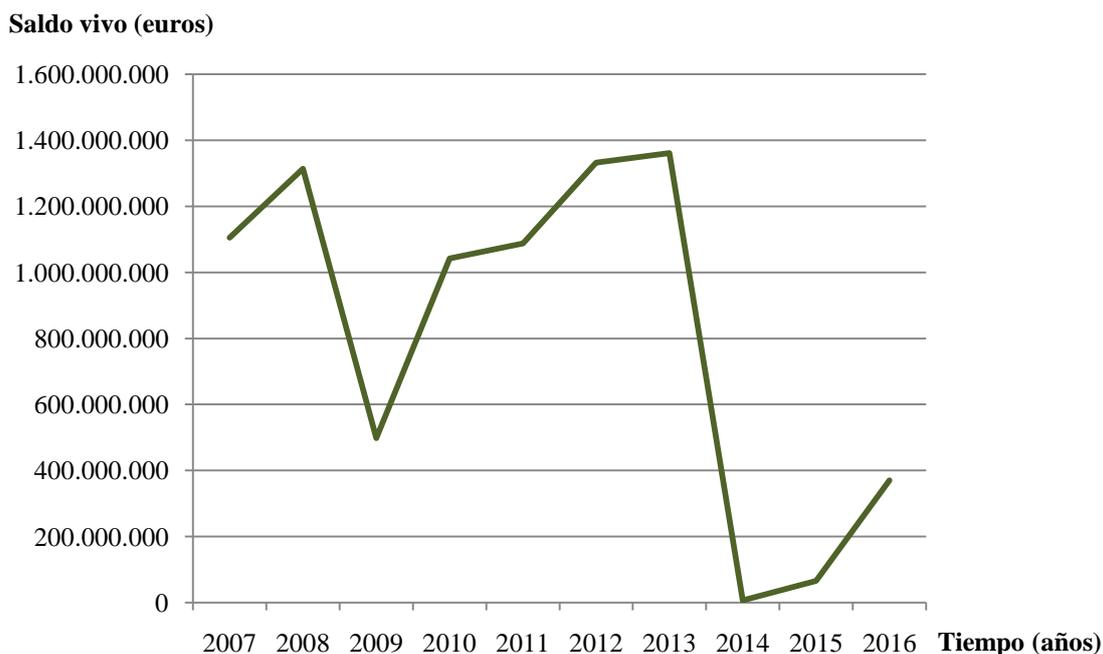
<sup>11</sup> Al final del periodo, a 31 de diciembre de cada año objeto de estudio.

Finalmente, durante todo el periodo de análisis la proporción de saldo vivo correspondiente a las emisiones de obligaciones y bonos llevadas a cabo por el sector es siempre mayor que la de los programas de pagarés. Si bien estas diferencias se intensifican al final del periodo.

### Pagarés de empresa

El Gráfico 3.26 muestra, las unidades monetarias nominales vivas, a 31 de diciembre, de los programas de pagarés de empresa que contrata el sector en el período objeto de estudio.

**Gráfico 3.26. Saldo vivo de pagarés del Sector Transportes y Comunicaciones.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de las empresas que componen el sector.

Nótese que el saldo vivo en cada uno de los años objeto de estudio corresponde a los programas de pagarés estipulados anualmente en tales años, dado que su vencimiento es anual.

Con respecto al saldo en circulación de los pagarés de empresa, podemos comprobar que en el año de inicio de la crisis económica, el saldo vivo pendiente de pago es de 1.104 millones de euros.

Podemos comprobar aumento del saldo vivo entre 2007-2016 (salvo 2009 y 2014). En 2014 se produce la mayor caída del saldo vivo de pagarés, siendo éste de 6 millones de euros.

En relación al empleo de pagarés, el sector emitió pagarés a través de programas. Durante el periodo 2007-2016 ha contratado diecisiete programas de emisión de pagarés. Estos valores han sido emitidos a través de la CNMV y la negociación de los mismos ha tenido lugar en el mercado organizado oficial AIAF de Renta Fija.

El importe nominal de los programas de pagarés contratados por el sector oscila entre los 500 millones de euros y los 2.000 millones de euros.

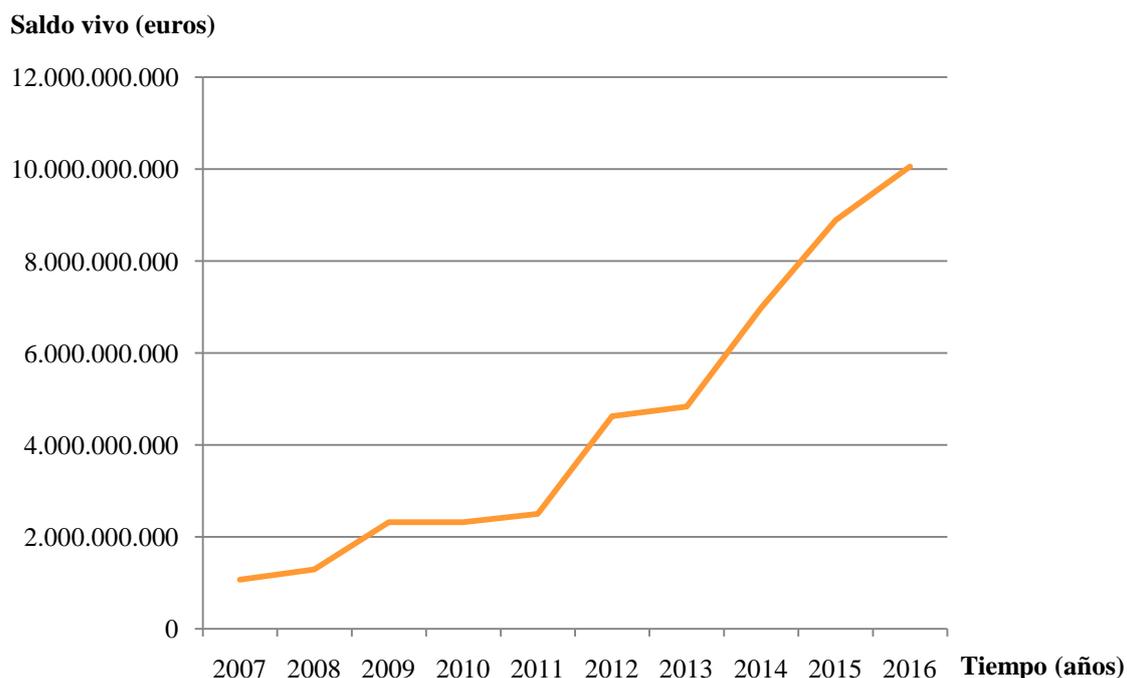
El sector utilizó estos instrumentos como financiación a medio y largo plazo renovando

dichos programas de manera anual. A pesar de que la amortización de dichos programas de pagarés se encuentra entre 3 días y 18 meses (540 días), tienen vigencia de un año desde su publicación en la web de la CNMV. A partir de la emisión de los mismos, queda sin efecto el programa anterior.

### Obligaciones y bonos

El Gráfico 3.27 muestra, las unidades monetarias nominales vivas, a 31 de diciembre, de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por el sector en el período de análisis.

**Gráfico 3.27. Saldo vivo de obligaciones y bonos del Sector Transportes y Comunicaciones.**



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de las empresas que componen el sector.

Con respecto al saldo en circulación de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por el sector, podemos comprobar el aumento continuado desde 2007 del saldo vivo pendiente de pago, pasando de 1.000 millones de euros al comienzo del período a casi 10.000 millones de euros al final del mismo. En efecto, de un 2,37% en 2007, se ha pasado, en 9 años, a un 22,42%.

Finalmente, el saldo en circulación de las emisiones de obligaciones y bonos realizadas por el Sector Transportes y Comunicaciones, a lo largo del período de análisis el saldo vivo se va incrementando progresivamente porque hasta que las obligaciones o bonos emitidos no se amortizan, el saldo en circulación pendiente es el valor nominal de las emisiones efectuadas.

En la Tabla 3.8 que se muestra a continuación se detallan las características de las obligaciones y bonos emitidos por el Sector Transportes y Comunicaciones durante el período 2007-2016.

**Tabla 3.8. Emisiones de renta fija del Sector Transportes y Comunicaciones.**

Año	Valores	Divisa	Nominal	Tipo de interés (anual)	Amortización (años)	Mercado
2007	Obligaciones	Euros	1.000.000.000	Fijo	10	AIAF
2008	Obligaciones	Euros	220.326.000	Fijo	Entre 10 y 30	AIAF
2009	Bonos y obligaciones	Euros	1.030.000.000	Variable y fijo	Entre 3 y 7	AIAF
2010	-	-	-	-	-	-
2011	Obligaciones	Euros	186.111.000	Fijo	Entre 8 y 10	AIAF
2012	Obligaciones	Euros	2.160.044.600	Fijo	Entre 4 y 10	AIAF
2013	Obligaciones	Euros	793.000.000	Fijo	Entre 10	AIAF
2014	Bonos y obligaciones	Euros	3.429.400.000	Fijo	Entre 3 y 12	AIAF, Bolsa de Valores irlandesa y Bolsa de Valores de Frankfurt
2015	Obligaciones	Euros	1.913.451.000	Fijo	Entre 6 y 10	AIAF
2016	Bonos y obligaciones	Euros	2.107.644.000	Fijo	Entre 5 y 10	AIAF
	Total valores emitidos	Euros	12.839.976.600			

Fuente: Elaboración propia, a partir de las emisiones de renta fija de las empresas que componen el sector.

Podemos ver que durante el periodo de análisis 2007-2016, el sector emitió instrumentos de deuda, a medio y largo plazo, por un valor nominal global de 12.840 millones de euros. Estas emisiones fueron admitidas a negociación en el mercado de renta fija AIAF, en la Bolsa de Valores irlandesa y en la Bolsa de Valores de Frankfurt. Se observa además que, las características de los bonos y obligaciones varían en las distintas emisiones. Varían en el nominal emitido, el tipo de interés y la fecha de vencimiento, entre otras.

En el año 2010, el sector no llevó a cabo emisiones de obligaciones y bonos.

Las obligaciones y los bonos se emitieron bajo la par, a la par y sobre la par. Además, durante el periodo de análisis se amortizan tres de las emisiones realizadas a lo largo del mismo.

En relación con los tipos de interés, las emisiones se realizaron tanto a tipo de interés anual fijo como variable.

Finalmente, las emisiones de renta fija realizadas por el Sector Transportes y Comunicaciones se amortizan entre los 3 y 30 años.

## CONCLUSIONES

En este apartado vamos a realizar una síntesis del Trabajo Fin de Grado relacionándolo con los resultados obtenidos a modo de conclusión. A lo largo del presente trabajo, se ha afrontado el análisis de la evolución de las emisiones de renta fija, como forma de financiación externa, de las empresas españolas pertenecientes al Sector Transportes y Comunicaciones, durante el periodo 2007-2016, un período marcado por la crisis económica y financiera. Esta crisis ha tenido especial incidencia en la capacidad de las empresas para conseguir financiación, especialmente en lo que se refiere al crédito ofrecido por las entidades financieras.

A la vista del análisis empírico realizado, es posible destacar, en primer lugar, las notables diferencias en la composición entre fondos propios y ajenos en las estructuras financieras de las empresas objeto de estudio durante el periodo analizado. En cuatro de las seis empresas analizadas (Abertis, Audasa, Auvisa y Telefónica) prevalece la financiación externa, que representa más del 50% del valor total de las mismas; mientras que las dos restantes (Adif-AV y Aucalsa), se financian principalmente con recursos propios aunque la financiación ajena supera el 45% del total. Dos de las cuatro empresas con mayor financiación ajena (Auvisa y Telefónica) tienen una proporción en fondos ajenos superior a las tres cuartas partes del valor de mercado de las corporaciones.

En segundo lugar, como ya se ha puesto de manifiesto, las compañías Adif-AV, Auvisa y Telefónica han recurrido en mayor medida a la financiación a través de préstamos y en menor medida a la captación de fondos ajenos acudiendo directamente al mercado. En cambio, Audasa tiene una gran participación en el mercado de capitales, las emisiones de renta fija representan más del 90% de sus fondos ajenos. En el caso de Telefónica, las emisiones de renta fija no alcanzan el 5% de los fondos ajenos en 2007. El principal origen de los fondos ajenos es la deuda que mantiene con Telefónica Emisiones S.A.U. y Telefónica Europe B.V. (empresas de grupo o asociadas); mientras que las deudas de Adif-AV proceden de la financiación mantenida con entidades de crédito.

En cuanto a los instrumentos de renta fija, las empresas objeto de análisis emiten valores de renta fija tradicionales como: pagarés (a corto plazo) y bonos y obligaciones (a medio y largo plazo). Las únicas empresas que emiten los tres activos de deuda son Abertis y Telefónica.

Finalmente, a pesar de las grandes diferencias en cuanto a características de los instrumentos emitidos, se puede decir, en términos generales que, las emisiones se admitieron a negociación en el Mercado de Renta Fija, con un tipo de interés anual fijo y con amortización a la par.



## BIBLIOGRAFÍA

- Calvo Bernardino, A., Parejo Gámir, J. A., Rodríguez Sáiz, L., Cuervo García, A. y Alcalde Gutiérrez, E. (2016). *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel sello de Editorial Planeta, S.A.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2002). *Guía informativa de la CNMV. Qué debe saber de... Los productos de Renta Fija*. Recuperado de [http://www.bmerf.es/docs/esp/Documentos/guia\\_rentafija%20CNMV.pdf](http://www.bmerf.es/docs/esp/Documentos/guia_rentafija%20CNMV.pdf)
- De La Fuente, G. (1999). *Las opciones reales en la decisión de inversión. Propuesta y aplicación de un modelo de valoración al caso de una multinacional española*. Tesis Doctoral. Universidad de Valladolid, España.
- De Pablo López, A. y Ferruz Agudo, L. (1996). *Finanzas de empresa*. Madrid: Editorial Universitaria Centro de Estudios Ramón Areces, S.A.
- Jiménez Caballero, J. L. (Coord.), Pérez López, C. y De La Torre Gallegos, A. (2009). *Dirección financiera de la empresa: teoría y práctica*. Madrid: Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S.A.).
- Manzano, D. y Valero, F. J. (2015). *Guía del sistema financiero español*. Fundación española de Cajas de Ahorros (FUNCAS); Analistas Financieros Internacionales (AFI). Madrid: Ediciones Empresa Global.
- Pérez de Mendoza, F. (2008). *Dirección Financiera: arquitectura financiera. Análisis económico, financiero y bursátil. Optimización de inversiones. Mercados financieros internacionales. Ingeniería financiera*. Navarra: Thomson-Civitas, D.L.
- Suárez Suárez, A. S. (2014). *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Madrid: Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S.A.).

## RECURSOS ELECTRÓNICOS

- Abertis Infraestructuras, S.A. *Abertis*. Recuperado de <https://www.abertis.com/es/>
- Abertis Infraestructuras, S.A. *El grupo: Sobre Abertis*. Recuperado de <https://www.abertis.com/es/el-grupo/sobre-abertis>
- Abertis Infraestructuras, S.A. *Relación con inversores*. Recuperado de <https://www.abertis.com/es/relacion-con-inversores>
- Adif-Alta Velocidad. Ministerio de Fomento. Gobierno de España. *Adif-Alta Velocidad*. Recuperado de [http://www.adifaltavelocidad.es/es\\_ES/index.shtml](http://www.adifaltavelocidad.es/es_ES/index.shtml)
- Adif-Alta Velocidad. Ministerio de Fomento. Gobierno de España. *Portal del inversor/Información Económico-Financiera*. Recuperado de [http://www.adifaltavelocidad.es/es\\_ES/empresas\\_servicios/portal\\_del\\_inversor/inf\\_economico\\_financiera/inf\\_economico\\_financiera.shtml](http://www.adifaltavelocidad.es/es_ES/empresas_servicios/portal_del_inversor/inf_economico_financiera/inf_economico_financiera.shtml)
- Adif-Alta Velocidad. Ministerio de Fomento. Gobierno de España. *Portal del inversor/Programas EMTN y hechos relevantes*. Recuperado de [http://www.adifaltavelocidad.es/es\\_ES/empresas\\_servicios/portal\\_del\\_inversor/programas\\_emtn/programas\\_emtn.shtml](http://www.adifaltavelocidad.es/es_ES/empresas_servicios/portal_del_inversor/programas_emtn/programas_emtn.shtml)

## BIBLIOGRAFÍA

- Aucalsa. *Empresa: Quiénes somos.* Recuperado de <http://www.aucalsa.com/contenidos/seccion/acerca-de-la-empresa/documento/3/>
- Aucalsa. *Itínere: Autopista Concesionaria Astur-Leonesa (AP-66).* Recuperado de <http://www.aucalsa.com/>
- Audasa. *Acerca de Audasa: Información al inversor.* Recuperado de <https://www.audasa.es/acerca-de-audasa/informacion-al-inversor/>
- Audasa. *Grupo Itínere.* Recuperado de <https://www.audasa.es/>
- Auvisa. *Autovía de los Viñedos, S.A.* Recuperado de <http://www.auvisa.net/>
- Auvisa. *Empresa.* Recuperado de <http://www.auvisa.net/empresa.htm>
- Auvisa. *Información.* Recuperado de <http://www.auvisa.net/informacion.htm>
- Auvisa. *Inversores.* Recuperado de <http://www.auvisa.net/inversores.htm>
- Bases de datos suscritas por la UVa (Universidad de Valladolid) (2016). *Sabi.* Londres: Bureau Van Dijk. Recuperado de <https://sabi-bvdinfo-com.ponton.uva.es/version-201853/home.serv?product=SabiNeo&loginfromcontext=ipaddress>
- Bolsas y Mercados Españoles de Renta Fija. *BME de Renta Fija.* <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/Home.aspx>
- Bolsas y Mercados Españoles de Renta Fija (BME de Renta Fija). *SEND/Deuda Corporativa/Emisiones negociadas.* Recuperado de <http://www.bmerf.es/esp/asp/send/emisiones.aspx?t=PRI>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Abertis Infraestructuras, S.A. Hechos relevantes.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-08209769&division=1>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Abertis Infraestructuras, S.A. Folletos de admisión.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Folletos/FolletosAdmision.aspx?nif=A-08209769>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Abertis Infraestructuras, S.A. Folletos de emisión y OPV.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Folletos/FolletosEmisionOPV.aspx?nif=A-08209769>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Abertis Infraestructuras, S.A. Informes financieros anuales.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A-08209769>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Adif-Alta Velocidad. Folletos de admisión.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Folletos/FolletosAdmision.aspx?nif=Q2802152E>

## BIBLIOGRAFÍA

- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Aucalsa. Folletos de emisión y OPV.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Folletos/FolletosEmisionOPV.aspx?nif=A28415784>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Aucalsa. Informes financieros anuales.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A28415784>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Audasa. Folletos de emisión y OPV.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Folletos/FolletosEmisionOPV.aspx?nif=A-15020522>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Audasa. Informes financieros anuales.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A-15020522>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Auvisa. Folletos de emisión y OPV.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/consultas/Folletos/FolletosEmisionOPV.aspx?nif=A-45526266>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Auvisa. Informes financieros anuales.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A-45526266>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Telefónica, S.A. Folletos de emisión y OPV.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/consultas/Folletos/FolletosEmisionOPV.aspx?nif=A-28015865>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Telefónica, S.A. Hechos relevantes.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=A-28015865&division=1>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). *Telefónica, S.A. Informes financieros anuales.* Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/consultas/IFA/ListadoIFA.aspx?id=0&nif=A-28015865>
- Telefónica, S.A. *Accionistas e inversores.* Recuperado de <https://www.telefonica.com/es/web/shareholders-investors>
- Telefónica, S.A. *Acerca de Telefónica: Quiénes somos.* Recuperado de [https://www.telefonica.com/es/web/about\\_telefonica/quienes\\_somos](https://www.telefonica.com/es/web/about_telefonica/quienes_somos)
- Telefónica, S.A. *Telefónica, S.A.* Recuperado de <https://www.telefonica.com/es/home>



## **ANEXO I**

### **TABLAS DE DATOS UTILIZADOS EN LOS ANÁLISIS**



**Tabla I.1. Datos de la Estructura de capital de Abertis Infraestructuras, S.A.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Divisa (miles de euros)											
Fondos propios (S)		3.598.730	3.522.666	3.653.684	3.824.772	5.554.004	5.897.256	6.268.156	6.270.249	6.002.260	5.523.274
Patrimonio neto		3.598.730	3.522.666	3.653.684	3.824.772	5.554.004	5.897.256	6.268.156	6.270.249	6.002.260	5.523.274
Fondos ajenos (D)		5.517.778	6.535.821	6.897.986	6.838.758	7.705.769	8.526.766	8.365.098	7.097.013	6.344.501	6.645.878
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a largo plazo		2.527.134	2.560.008	3.538.562	3.566.677	3.646.393	4.254.099	4.393.306	4.636.520	4.114.674	4.513.613
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a corto plazo		237.567	787.311	348.129	84.356	118.368	296.875	554.815	112.386	647.725	882.924
Otras deudas		2.753.077	3.188.502	3.011.295	3.187.725	3.941.008	3.975.792	3.416.977	2.348.107	1.582.102	1.249.341
Fondos totales (V)		9.116.508	10.058.487	10.551.670	10.663.530	13.259.773	14.424.022	14.633.254	13.367.262	12.346.761	12.169.152

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

**Tabla I.2. Datos de la Estructura de capital de Adif-Alta Velocidad.**

	Año	2013	2014	2015	2016
Divisa (miles de euros)					
Fondos propios (S)		22.353.001	22.901.751	24.021.279	24.298.343
Patrimonio neto		22.353.001	22.901.751	24.021.279	24.298.343
Fondos ajenos (D)		17.428.981	20.182.896	20.196.257	19.996.155
Emissiones de obligaciones y otros valores negociables a largo plazo		-	989.101	2.836.636	3.192.469
Emissiones de obligaciones y otros valores negociables a corto plazo		-	21.000	42.704	44.542
Otras deudas		17.428.981	19.172.795	17.316.917	16.759.144
Fondos totales (V)		39.781.982	43.084.647	44.217.536	44.294.498

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

**Tabla I.3. Datos de la Estructura de capital de Audasa.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Divisa (miles de euros)											
Fondos propios (S)		442.880	542.558	521.752	536.450	509.442	491.070	486.210	500.984	504.165	485.038
Patrimonio neto		442.880	542.558	521.752	536.450	509.442	491.070	486.210	500.984	504.165	485.038
Fondos ajenos (D)		1.187.367	908.687	893.475	880.444	908.831	914.957	900.530	1.139.310	1.152.072	1.146.060
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a largo plazo		704.304	779.545	782.853	720.264	606.138	587.619	637.240	961.328	962.316	1.033.533
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a corto plazo		68.197	1.201	1.265	67.248	181.409	194.096	136.011	65.590	69.100	2.386
Otras deudas		414.866	127.941	109.357	92.932	121.284	133.242	127.279	112.392	120.656	110.141
Fondos totales (V)		1.630.247	1.451.245	1.415.227	1.416.894	1.418.273	1.406.027	1.386.740	1.640.294	1.656.237	1.631.098

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

**Tabla I.4. Datos de la Estructura de capital de Aucalsa.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Divisa (miles de euros)</b>											
Fondos propios (S)		353.253	383.386	384.840	385.170	361.864	352.942	351.476	355.102	356.424	354.153
Patrimonio neto		353.253	383.386	384.840	385.170	361.864	352.942	351.476	355.102	356.424	354.153
Fondos ajenos (D)		431.640	322.406	326.014	329.335	351.765	351.129	344.506	331.785	330.972	331.555
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a largo plazo		280.043	269.860	271.468	273.152	274.916	276.798	50.042	269.390	221.218	273.098
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a corto plazo		484	484	484	484	484	484	229.170	820	51.069	501
Otras deudas		151.113	52.062	54.062	55.699	76.365	73.847	65.294	61.575	58.685	57.956
Fondos totales (V)		784.893	705.792	710.854	714.505	713.629	704.071	695.982	686.887	687.396	685.708

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

**Tabla I.5. Datos de la Estructura de capital de Auvia.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Divisa (miles de euros)</b>											
Fondos propios (S)		47.681	42.079	44.426	39.130	32.927	27.167	34.906	23.812	26.952	25.918
Patrimonio neto		47.681	42.079	44.426	39.130	32.927	27.167	34.906	23.812	26.952	25.918
<b>Fondos ajenos (D)</b>		<b>177.079</b>	<b>191.003</b>	<b>189.318</b>	<b>190.717</b>	<b>197.088</b>	<b>202.212</b>	<b>190.865</b>	<b>203.126</b>	<b>197.971</b>	<b>199.221</b>
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a largo plazo		64.100	62.626	61.053	59.208	56.823	54.434	52.078	49.183	45.842	42.259
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a corto plazo		135	1.212	1.748	2.014	2.549	2.544	2.502	3.214	3.446	3.678
Otras deudas		112.844	127.165	126.517	129.495	137.716	145.234	136.285	150.729	148.683	153.284
<b>Fondos totales (V)</b>		<b>224.760</b>	<b>233.082</b>	<b>233.744</b>	<b>229.847</b>	<b>230.015</b>	<b>229.379</b>	<b>225.771</b>	<b>226.938</b>	<b>224.923</b>	<b>225.139</b>

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

**Tabla I.6. Datos de la Estructura de capital de Telefónica, S.A.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Divisa (miles de euros)											
Fondos propios (S)		18.255.000	27.326.000	28.291.000	29.401.000	26.597.000	22.978.000	22.827.000	23.168.000	23.163.000	20.277.000
Patrimonio neto		18.255.000	27.326.000	28.291.000	29.401.000	26.597.000	22.978.000	22.827.000	23.168.000	23.163.000	20.277.000
Fondos ajenos (D)		64.896.000	61.114.000	56.846.000	63.718.000	65.940.000	66.757.000	62.313.000	62.679.000	61.850.000	62.983.000
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a largo plazo		1.097.000	288.000	192.000	148.000	170.000	828.000	177.000	831.000	800.000	-
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a corto plazo		1.691.000	1.567.000	335.000	104.000	87.000	828.000	943.000	77.000	85.000	1.158.000
Otras deudas		62.108.000	59.259.000	56.319.000	63.466.000	65.683.000	65.101.000	61.193.000	61.771.000	60.965.000	61.825.000
Fondos totales (V)		83.151.000	88.440.000	85.137.000	93.119.000	92.537.000	89.735.000	85.140.000	85.847.000	85.013.000	83.260.000

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos obtenidos de los informes financieros anuales publicados por la CNMV y de la base de datos Sabi.

**Tabla I.7. Datos de la Estructura de capital del Sector Transportes y Comunicaciones.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Divisa (miles de euros)											
Fondos propios (S)		22.697.544	31.816.689	32.895.702	34.186.522	33.055.237	29.746.435	52.320.749	53.219.898	54.074.080	50.963.726
Patrimonio neto		22.697.544	31.816.689	32.895.702	34.186.522	33.055.237	29.746.435	52.320.749	53.219.898	54.074.080	50.963.726
Fondos ajenos (D)		72.209.864	69.071.917	65.152.793	71.957.254	75.103.453	76.752.064	89.542.980	91.633.130	90.071.773	91.301.869
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a largo plazo		4.672.581	3.960.039	4.845.936	4.767.301	4.754.270	6.000.950	5.309.666	7.736.522	8.980.686	9.054.972
Emisiones de obligaciones y otros valores negociables a corto plazo		1.997.383	2.357.208	686.626	258.102	389.810	1.321.999	1.865.498	280.010	899.044	2.092.031
Otras deudas		65.539.900	62.754.670	59.620.231	66.931.851	69.959.373	69.429.115	82.367.816	83.616.598	80.192.043	80.154.866
Fondos totales (V)		94.907.408	100.888.606	92.515.933	106.143.776	108.158.690	106.498.499	141.863.729	144.853.028	144.145.853	142.265.595

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos de la estructura de capital de las empresas que componen el sector.

**Tabla I.8. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Abertis Infraestructuras, S.A.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Divisa (euros)											
Pagarés de empresa		167.400.000	572.300.000	243.700.000	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000	1.000.000.000	0	0	0
Obligaciones y bonos		1.000.000.000	1.125.000.000	2.155.000.000	2.155.000.000	2.275.000.000	3.060.000.000	3.660.000.000	4.010.000.000	4.010.000.000	4.724.000.000
Total		1.167.400.000	1.697.300.000	2.398.700.000	3.155.000.000	3.275.000.000	4.060.000.000	4.660.000.000	4.010.000.000	4.010.000.000	4.724.000.000

Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV, cuentas anuales e informes de gestión y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

**Tabla I.9. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Adif-Alta Velocidad.**

	Año	2013	2014	2015	2016
Divisa (euros)					
Obligaciones y bonos		-	1.000.000.000	2.850.000.000	3.190.200.000
Total		-	1.000.000.000	2.850.000.000	3.190.200.000

Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

**Tabla I.10. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Audasa.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Divisa (euros)											
Obligaciones y bonos		-	95.326.000	95.326.000	95.326.000	161.437.000	341.740.600	534.740.600	934.740.600	998.191.600	1.064.992.600
Total		-	95.326.000	95.326.000	95.326.000	161.437.000	341.740.600	534.740.600	934.740.600	998.191.600	1.064.992.600

Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

**Tabla I.11. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Aucalsa.**

	Año	2014	2015	2016
Divisa (euros)				
Obligaciones y bonos		229.400.000	229.400.000	280.043.000
Total		229.400.000	229.400.000	280.043.000

Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

**Tabla I.12. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Auvisa.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Divisa (euros)											
Obligaciones y bonos		64.100.000	64.100.000	63.022.807	61.407.018	59.521.930	57.098.246	54.674.562	52.287.027	49.183.231	45.840.681
Total		64.100.000	64.100.000	63.022.807	61.407.018	59.521.930	57.098.246	54.674.562	52.287.027	49.183.231	45.840.681

Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

**Tabla I.13. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de Telefónica, S.A.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Divisa (euros)											
Pagarés de empresa		937.000.000	741.000.000	254.000.000	42.000.000	87.000.000	332.000.000	361.000.000	6.000.000	65.000.000	370.000.000
Obligaciones y bonos		-	-	-	-	-	1.164.741.000	582.370.500	750.000.000	750.000.000	750.000.000
Total		937.000.000	741.000.000	254.000.000	42.000.000	87.000.000	1.496.741.000	943.370.500	756.000.000	815.000.000	1.120.000.000

Fuente: Elaboración propia, a partir de los folletos de admisión publicados por la CNMV, cuentas anuales e informes de gestión y emisiones de deuda corporativa negociadas registradas en la plataforma SEND del Mercado de Renta Fija.

**Tabla I.14. Datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija del Sector Transportes y Comunicaciones.**

	Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Divisa (euros)											
Pagarés de empresa		1.104.400.000	1.313.300.000	497.700.000	1.042.000.000	1.087.000.000	1.332.000.000	1.361.000.000	6.000.000	65.000.000	370.000.000
Obligaciones y bonos		1.064.100.000	1.284.426.000	2.313.348.807	2.311.733.018	2.495.958.930	4.623.579.846	4.831.785.662	6.976.427.627	8.886.774.831	10.055.076.281
Total		2.168.500.000	2.597.726.000	2.811.048.807	3.353.733.018	3.582.958.930	5.955.579.846	6.192.785.662	6.982.427.627	8.951.774.831	10.425.076.281

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos del saldo vivo de las emisiones de renta fija de las empresas que componen el sector.

## **ANEXO II**

### **CARACTERÍSTICAS DE OBLIGACIONES Y BONOS DE TELEFÓNICA EMISIONES S.A.U. Y TELEFÓNICA EUROPE, B.V.**



**Tabla II.1. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2007**

Concepto	Fecha	Nominal		Divisa de emisión	Vencimiento	Tipo de Interés
		(millones)	(millones de euros) (1)			
Bonos EMTN	31/01/2007	55	55	EUR	31/12/2021	Euribor 6 meses +0,83%
		24	24	EUR	31/12/2018	Euribor 3 meses +0,7%
Bonos EMTN	07/02/2007	1.500	1.500	EUR	07/02/2014	4,67%
Bonos EMTN	30/03/2007	350	350	EUR	30/03/2009	Euribor 3 meses +0,13%
Bonos EMTN	19/06/2007	2.400	98	CZK	19/06/2010	CZK Pribor 3 meses +0,16%
		3.000	112	CZK	19/06/2012	4,35%
		2.600	90	CZK	16/06/2014	4,62%
Bono Global	02/07/2007	750	509	USD	04/02/2013	5,86%
		850	577	USD	04/02/2013	Libor 3 meses +0,33%
		700	476	USD	03/07/2017	6,22%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2007.

**Tabla II.2. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2008**

Concepto	Fecha	Nominal		Divisa de emisión	Vencimiento	Tipo de Interés
		(millones)	(millones de euros)			
Bonos EMTN	12/06/2008	1.250	1.250	EUR	12/06/2013	5,58%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2008.

**Tabla II.3. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2009**

Concepto	Fecha	Nominal		Divisa de emisión	Vencimiento	Tipo de Interés
		(millones)	(millones de euros)			
Bonos EMTN	03-02-09	2.000	2.000	EUR	03-02-14	5,431%
	01-04-09	1.000	1.000	EUR	01-04-16	5,496%
	03-06-09	500	500	EUR	01-04-16	5,496%
	02-06-09	400	400	EUR	02-06-15	Euribor (3m) + 1,825%
	10-11-09	1.750	1.750	EUR	11-11-19	4,693%
	10-12-09	650	732	GBP	09-12-22	5,289%
	23-12-09	100	100	EUR	23-12-14	Euribor (3m) + 0,70%
	Bono SEC	06-07-09	1.000	694	USD	15-07-19
	06-07-09	1.250	868	USD	15-01-15	4,949%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2009.

**Tabla II.4. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2010**

Concepto	Fecha	Vencimiento	Nominal		Divisa de emisión	Tipo de Interés
			(millones)	(millones de euros) (1)		
Bono EMTN	24-03-10	24-03-15	1.400	1.400	EUR	3,406%
	19-09-10	18-09-17	1.000	1.000	EUR	3,661%
	08-10-10	08-10-29	400	465	GBP	5,445%
Bono SEC	26-04-10	26-04-13	1.200	898	USD	2,582%
	26-04-10	27-04-15	900	674	USD	3,729%
	26-04-10	27-04-20	1.400	1.048	USD	5,134%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2010.

**Tabla II.5. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2011**

Concepto	Fecha	Vencimiento	Nominal		Divisa de emisión	Tipo de Interés
			(millones)	(millones de euros) <sup>(1)</sup>		
Bono EMTN	07-02-11	07-02-17	1.200	1.200	EUR	4,7500%
	21-03-11	07-02-17	100	100	EUR	4,7500%
	03-11-11	03-02-16	1.000	1.000	EUR	4,9670%
	04-11-11	04-11-16	7.000	70	JPY	2,8247%
Bono SHELF	16-02-11	16-02-16	1.250	966	USD	3,9920%
	16-02-11	16-02-21	1.500	1.159	USD	5,4620%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2011.

**Tabla II.6. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2012**

Concepto	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Nominal (millones)		Moneda de emisión	Cupón
			Divisa	Euros (1)		
Bono EMTN	07/02/2012	07/02/2017	120	120	EUR	4,7500%
	21/02/2012	21/02/2018	1.500	1.500	EUR	4,7970%
	12/03/2012	12/03/2020	700	858	GBP	5,5970%
	30/03/2012	30/03/2017	1.250	50	CZK	3,9340%
	11/07/2012	11/07/2018	10.000	88	JPY	4,2500%
	19/09/2012	05/09/2017	1.000	1.000	EUR	5,8110%
	19/10/2012	20/01/2020	1.200	1.200	EUR	4,7100%
	14/12/2012	14/12/2018	250	207	CHF	2,7180%
	14/12/2012	14/12/2022	150	124	CHF	3,4500%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2012.

**Tabla II.7. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2013**

Concepto	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Nominal (millones)		Moneda de emisión	Cupón
			Divisa	Euros (1)		
<b>Telefónica Emisiones, S.A.U.</b>						
Bono EMTN	22/01/13	23/01/23	1.500	1.500	EUR	3,9870%
	27/03/13	26/03/21 (2)	1.000	1.000	EUR	3,9610%
	29/05/13	29/05/19	750	750	EUR	2,7360%
	23/10/13	23/10/20	225	183	CHF	2,5950%
Bono SHELF	29/04/13	27/04/18	1.250	906	USD	3,1920%
	29/04/13	27/04/23	750	544	USD	4,5700%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2013.

**Tabla II. 8. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2014**

Concepto	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Nominal (millones)		Moneda de emisión	Cupón
			Divisa	Euros (1)		
<b>Telefónica Emisiones, S.A.U.</b>						
Bono EMTN	26/03/14	26/03/16	200	200	EUR	Euribor 3M + 0,65%
	10/04/14	10/04/17	200	200	EUR	Euribor 3M + 0,75%
	27/05/14	27/05/22	1.250	1.250	EUR	2,242%
	04/06/14	10/04/17(2)	100	100	EUR	Euribor 3M + 0,75%
	17/10/14	17/10/29	800	800	EUR	2,932%
Bono SHELF	23/06/14	23/06/17	500	412	USD	Libor 3M + 0,65%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2014.

**Tabla II.9. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2015**

Concepto	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Nominal (millones)		Moneda de emisión	Cupón
			Divisa	Euros		
<b>Telefónica Emisiones, S.A.U.</b>						
Bono EMTN	18/06/15	19/06/17	300	300	EUR	Euribor 3M+0,33%
	14/09/15	14/09/21	1.000	1.000	EUR	1,477%
	11/12/15	11/12/17	100	100	EUR	Euribor 3M+0,53%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2015.

**Tabla II.10. Emisiones de renta fija de Telefónica Emisiones, S.A.U. ejercicio 2016**

Concepto	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Nominal (millones)		Moneda de emisión	Cupón
			Divisa	Euros		
<b>Telefónica Emisiones, S.A.U.</b>						
Bono EMTN	13/04/16	13/04/22	1.400	1.400	EUR	0,75%
	13/04/16	13/04/26	1.350	1.350	EUR	1,46%
	17/10/16	17/10/20	1.250	1.250	EUR	0,318%
	17/10/16	17/10/31	750	750	EUR	1,93%
	28/12/16	28/12/51	150	150	EUR	4,00%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2016.

**Tabla II.11. Emisiones de renta fija de Telefónica Europe, B.V. ejercicio 2007**

Concepto	Fecha	Nominal		Divisa de emisión	Vencimiento	Tipo de Interés
		(millones)	(millones de euros) (1)			
Bonos	19/07/2007	15.000	91	JPY	19/07/2012	2,11%
		15.000	91	JPY	19/07/2012	Libor 6 meses +0,4%

Fuente: Cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2007.

**Tabla II.12. Emisiones de renta fija de Telefónica Europe, B.V. ejercicio 2013**

Concepto	Fecha de emisión	Nominal (millones de euros)	Divisa de emisión	Vencimiento	Tipo de interés anual
Obligaciones	18/09/2013	1.125	Euro	Sin vencimiento	6,5% en los 5 primeros años Swap 5 años + 5,038% 5 años siguientes Swap 5 años + 5,288% 15 años siguientes Swap 5 años + 6,038% a partir del 18/09/2038
		625	Euro	Sin vencimiento	7,625% en los 8 primeros años Swap 8 años + 5,586% 2 años siguientes Swap 8 años + 5,836% 18 años siguientes Swap 8 años + 6,586% a partir del 18/09/2041
Obligaciones	26/11/2013	716	Libra	Sin vencimiento	6,75% en los 7 primeros años Swap 5 años + 4,458% 5 años siguientes Swap 5 años + 4,708% 15 años siguientes Swap 5 años + 5,458% a partir del 26/11/2040

Fuente: Elaboración propia, a partir de las cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2013.

**Tabla II.13. Emisiones de renta fija de Telefónica Europe, B.V. ejercicio 2014**

Concepto	Fecha de emisión	Nominal (millones de euros)	Divisa de emisión	Vencimiento	Tipo de interés anual
Obligaciones	31/03/2014	750	Euro	Sin vencimiento	5% en los 6 primeros años Euro Swap 6 años + 3,804% 4 años siguientes
		1.000	Euro	Sin vencimiento	Euro Swap 6 años + 4,054% 16 años siguientes Euro swap 6 años + 4,804% a partir del 31/03/2040 5,875% en los 10 primeros años Euro Swap 10 años + 4,301% 20 años siguientes Euro Swap 10 años + 5,051% 2a partir del 31/03/2044
Obligaciones	04/12/2014	850	Euro	Sin vencimiento	4,20% en los 5 primeros años Swap 5 años + 3,806% 5 años siguientes Swap 5 años + 4,056% 15 años siguientes Swap 5 años + 4,806% a partir del 04/12/2039

Fuente: Elaboración propia, a partir de las cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2014.

**Tabla II.14. Emisiones de renta fija de Telefónica Europe, B.V. ejercicio 2016**

Concepto	Fecha de emisión	Nominal (millones de euros)	Divisa de emisión	Vencimiento	Tipo de interés anual
Obligaciones	15/09/2016	1.000	Euro	Sin vencimiento	3,75% hasta 15/03/2022 Swap 5,5 años + 4,108% 15 años siguientes Swap 5,5 años + 3,858% 5 años siguientes Swap 5,5 años + 4,858% a partir del 15/03/2042

Fuente: Elaboración propia, a partir de las cuentas anuales e informe de gestión correspondientes al ejercicio 2016.

