



---

# **Universidad de Valladolid**

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

**Trabajo de Fin de Grado**  
**Grado en Administración y Dirección  
de Empresas.**

### **Financiación a corto plazo**

Presentado por:

***Álvaro Mata Burgueño***

Tutelado por:

***Nombre Apellido 1 Apellido2***

*Valladolid, 17 de Septiembre de 2021*

## **Resumen**

Tanto las empresas como la Administración, en el desarrollo de su actividad, sufren desajustes en su tesorería. En el mercado existen numerosos productos financieros para paliar el problema pero, son las Letras del Tesoro y los pagarés de empresa, los instrumentos más utilizados en el ámbito público y privado, respectivamente, debido a su potencial para captar elevadas cuantías de capital. Este trabajo se ocupa del análisis de estos instrumentos. En particular, se sitúan tanto en el mercado primario, abordando la dinámica de las subastas, como en el mercado secundario. Se describen las características particulares de estos instrumentos como diferencias en valor nominal, riesgos, calificación crediticia, fiscalidad o rentabilidad. El trabajo para confirmar las variedades de pagarés analiza dos emisiones en España, una en el mercado AIAF correspondiente a una multinacional y otra, en el MARF correspondiente a una empresa de tamaño mediano.

Palabras clave: Financiación, Letras del Tesoro, Pagarés de empresa, Subastas, Tipos de interés

Clasificación JEL: G21, G23, G24

## **Abstract**

During the normal course of their activities, both governments and private companies need capital to fund their liquidity gaps in the short term. There are several financial products to solve the problem. However, the most widely used instrument, for both governments and corporations, are bonds due to their ability to obtain large amounts of capital. This paper analyses several aspects of these tools. In particular, it is studied the auction system like procedure to issue in the primary market. Likewise, the paper describes the main characteristics of these tools: the differences of nominal, the associated risks, the credit rating, the taxation or the profitability. Finally, in order to confirm the variety of corporate bonds, the paper considers two debt emissions in Spain, one for a multinational company in the AIAF market, and another for a mid-size company in the MARF market.

Key works: Funding, government bonds, corporate bonds, auctions, interest rates.

## Índice de contenido

- 1. Introducción**
- 2. Metodología**
- 3. Letras del Tesoro**
  - 3.1. Riesgos**
  - 3.2. Subastas**
    - 3.2.1 Segunda vuelta*
    - 3.2.2 Tipos de interés*
    - 3.2.3 Tipos de interés negativos*
    - 3.2.4 Fiscalidad*
  - 3.3 Rentabilidad efectiva y financiera de una Letra**
  - 3.4 Mercados secundarios**
- 4. Pagarés**
  - 4.1 Folletos de emisión**
  - 4.2 Programa de emisión de pagarés en el mercado AIAF**
  - 4.3 Programa de emisión de pagarés en el mercado MARF**
- 5. Conclusiones**

## **Índice de tablas y gráficos**

Tabla 3.1: Rating de la Deuda Soberana Española

Tabla 3.2: Resultados últimas subastas

Tabla 3.3: Precios de compra y venta de SENAF. Fuente: SENAF

Tabla 4.4: Estimación gastos por admisión a cotización.

Gráfico 3.1: Tenedores de Letras del Tesoro en mayo de 2021

## 1. INTRODUCCIÓN

Los consumidores, las pequeñas, medianas y grandes empresas así como las distintas Administraciones, en ciertas ocasiones, requieren fondos para solventar sus desajustes en tesorería. No es difícil considerar situaciones en las que surge la problemática de la necesidad de financiación en el corto plazo. Un consumidor requiere comprar o arreglar un frigorífico, una pequeña o mediana empresa tiene que abonar el exceso de horas extras de algunos de sus empleados, una gran empresa tiene que abonar una prima de riesgo no presupuestada, un Ayuntamiento necesita proporcionar fondos inmediatos al servicio de bomberos, una Diputación se enfrenta a los costes de un servicio realizado fuera de plazo, una Comunidad Autónoma tiene un plazo de diez días para abonar ciertos gastos de mensajería que exceden lo presupuestado para esa partida, el Estado tiene que abonar un conjunto gastos médicos no previstos a toda la población. En todos estos supuestos, la persona física o jurídica requiere una cantidad monetaria, esto es, necesita financiación en el corto plazo.

La diferencia entre la financiación a largo y a corto plazo es que, en el primer caso, hay un proyecto que se quiere investigar, desarrollar o poner en funcionamiento, mientras que, en el segundo caso, es un problema puntual de falta de recursos que es necesario solventar. Requerir financiación en el corto plazo no supone que el consumidor, la empresa o la Administración estén en quiebra, simplemente supone la necesidad de captación de fondos en un periodo temporal para solventar un problema de tesorería en contraposición a la financiación en el medio y largo plazo ligada a inversiones.

El mercado ofrece una amplia variedad de productos financieros para cubrir la demanda monetaria en el corto plazo. Su idoneidad depende de quién hace la demanda, un particular, una empresa pequeña, mediana o gran empresa o qué organismo de la Administración. Para un particular tenemos los préstamos personales o al consumo o simplemente podría hacer un descubierto en cuenta. Para una pequeña empresa, podría acudir a un préstamo convencional o abrir una cuenta de crédito en una entidad financiera. Para una empresa de tamaño mediano podría contratar un leasing o un confirming, pero ya tendría

capacidad para emitir deuda. Una gran empresa y los Organismos de la Administración pueden emitir deuda, aunque las características de ambas deudas serían distintas. El Estado puede emitir deuda en condiciones particulares mientras que las empresas se tienen que ajustar a las características del mercado compitiendo con la deuda pública.

Este trabajo estudia en profundidad diferentes esquemas de financiación para el Estado, organismos de la Administración pública y empresas. En particular, analiza las Letras del Tesoro como procedimiento para la financiación del Estado en el corto plazo que, aunque no es el único sistema de financiación, es el más frecuente debido a la posibilidad de obtener grandes cantidades monetarias. Características similares a las Letras las presentan los pagarés utilizados tanto por las medianas como por las grandes empresas. El objetivo del trabajo es describir cómo funciona cada uno de estos productos así como analizar sus características lo que permitirá destacar sus similitudes y diferencias. En comparación con otros trabajos, éste trata de recoger y analizar una información actual sobre las emisiones de deuda en el corto plazo.

El trabajo está dividido en secciones. Después de esta introducción y de la descripción metodológica se aborda el análisis de las Letras del Tesoro incidiendo en el concepto de subasta, procedimiento utilizado para las emisiones en el mercado primario. También se analiza los tipos de interés para las Letras, fiscalidad, rentabilidad y mercados secundarios para la negociación de estos activos financieros. La tercera sección se ocupa de los pagarés emitidos por corporaciones, describiendo los mercados donde se negocian (AIAF y MARF) en España y el programa de emisión consiguiente. En esta sección se consideran dos emisiones particulares. Una del banco Santander en el mercado AIAF y otra, en el MARF, de la compañía Elecnor. Finalmente, el trabajo sintetiza algunos aspectos observados durante el desarrollo de este trabajo.

## **2. METODOLOGÍA**

La base para la elaboración y desarrollo de este trabajo han sido manuales y publicaciones de carácter financiero. En particular, se ha realizado un análisis

de numerosas páginas WEB con objeto de encontrar información sobre los mercados primarios y secundarios para las Letras emitidas por el Estado y los pagarés emitidos por corporaciones. También, Internet ha sido utilizado para encontrar las Leyes y decretos que determinan, en el momento actual, el funcionamiento de los mercados regulados o la Comisión Nacional del Mercado de valores<sup>1</sup> (CNMV).

### **3. LETRAS DEL TESORO**

Las Letras del Tesoro constituyen un instrumento de uso generalizado por el Estado Español para cubrir sus desajustes de tesorería en el corto plazo. En España, las Letras se crearon en junio de 1987 cuando se puso en funcionamiento el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones gestionado, en la actualidad, por la plataforma electrónica SENAF, acrónimo de sistema electrónico de negociación de activos financieros. De acuerdo con la CNMV, el Banco de España (BdE) es el organismo rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

Las Letras son activos financieros a corto plazo (máximo 18 meses) emitidos al descuento por el Estado a través de la Dirección General del Tesoro. Se representan exclusivamente mediante anotaciones en cuenta, sin que exista el título físico. El descuento es el procedimiento utilizado para la emisión de Letras. El procedimiento implica que el inversor abonará, en el momento de la compra, una cantidad inferior al valor nominal del título y obtendrá, en el momento de reembolso, el valor nominal del título que se verá disminuido por las comisiones a abonar en el momento de la amortización. El nominal de la Letra, esto es, la cuantía que se obtendrá en el desembolso sin considerar comisiones y gastos, siempre será de 1.000 euros o bien, un múltiplo de ese valor. Se puede observar, que una Letra puede considerarse como un producto de renta fija, ya que en el momento de su amortización se conoce la cuantía a recibir, a pesar de que su tenencia no implica el abono de intereses periódicos,

---

<sup>1</sup> En España, la CNMV es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos (<https://www.cnmv.es/porta/quees/Funciones/Funciones.aspx>). Su objetivo es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de los precios, así como la protección de los inversores. Este organismo se crea el 28 de julio de 1988, por la Ley 24/1988.

esto es, carece de cupones. En realidad, una Letra es un bono cupón cero utilizado en finanzas para encontrar la curva de tipos que permite inferir el comportamiento de los tipos para diferentes periodos de tiempo.

Las Letras se emiten para ser amortizadas en un periodo de tres, seis, nueve y doce meses. Su precio de adquisición y, por tanto, el tipo de interés al que resultan, se determina en una subasta. De acuerdo con las estadísticas proporcionadas por el Tesoro Público, las subastas de Letras a tres y nueve meses se realizan el mismo día. Lo mismo ocurre con las Letras a seis y doce meses. Durante el año 2020<sup>2</sup> se realizaron una subasta al mes para las Letras de seis y doce meses y otra subasta mensual para los otros dos tipos.

### **3.1 Riesgos**

Para un inversor adquirir una Letra supone asumir un riesgo ya que sería posible que el nominal a recibir en el momento de la amortización no pudiera ser satisfecha en el momento pactado. Este riesgo que existe en muchos productos financieros es denominado riesgo de crédito. Ahora bien, dado que la emisión de Letras es realizada por el Estado, ese riesgo se denomina riesgo soberano.

La tabla 1 muestra la perspectiva de las agencias de rating<sup>3</sup> más consolidadas, Moody's, Standard and Poor's<sup>4</sup> (S&P), Fitch<sup>5</sup> y DBRS para las Letras emitidas por el Estado español.

Moody's<sup>6</sup> califica las emisiones de deuda tanto privada como pública. La escala que utiliza para la valoración de la deuda emitida en el corto plazo es P-1, P-2,

---

<sup>2</sup> Ver [tesoro.es/deuda-publica/historico-de-estadisticas](https://tesoro.es/deuda-publica/historico-de-estadisticas).

<sup>3</sup> Las agencias de rating evalúan la solidez financiera de productos financieros, Administraciones, empresas, que emiten títulos en el mercado de deuda.

<sup>4</sup> Standard & Poor's es una empresa estadounidense de servicios financieros. Es una división de S&P Global que publica investigaciones y análisis financieros sobre acciones, bonos y productos básicos.

<sup>5</sup> La agencia de calificación crediticia Fitch tiene base en Nueva York y Londres. Junto con Moody's y Standard and Poor's, Fitch es una organización con reconocimiento internacional en materia de calificación crediticia. Unidas a DBRS, forman las 4 grandes agencias de calificación de crédito.

<sup>6</sup> Moody's investors service. Símbolos y definiciones de calificaciones. 29 de junio de 2021. ([www.moodys.com](http://www.moodys.com))



P-3, NP. Las calificaciones Prime-1 (P-1) reflejan una capacidad superior para pagar obligaciones de corto plazo; Prime-2 (P-2) reflejan una fuerte capacidad para pagar obligaciones de corto plazo; Prime-3 (P-3) reflejan una capacidad aceptable para pagar obligaciones de corto plazo mientras que la deuda con calificación Not Prime (NP) no se encuadra dentro de ninguna de las categorías de calificación Prime.

	Moody's	Standard and Poor's	Fitch	DBRS
<b>Perspectiva</b>	Estable	Negativa	Estable	Estable
<b>Rating a corto plazo</b>	P-2	A-1	F1	R-1
<b>Fecha de decisión</b>	13-4-2018	10-09-2020	19-1-2018	31-3-2021

Tabla 3.1: Rating de la Deuda Soberana Española

Fuente: [tesoro.es/deuda-publica/calificacion-credicia/](http://tesoro.es/deuda-publica/calificacion-credicia/)

Standard and Poor's para valorar el riesgo de insolvencia en el corto plazo utiliza la nomenclatura A-1(alta calidad crediticia), A-2 (buena calidad crediticia), A-3 (satisfactoria calidad crediticia), B (calidad crediticia cuestionable), C (mala calidad crediticia) y D (impago general).

Fitch, otra de las grandes agencias mundiales de calificación, ofrece información sobre Deuda Soberana de los países, aparte de sobre empresas e instituciones financieras. utiliza F1+ para considerar capacidad extraordinaria para abonar la deuda emitida a corto plazo en el tiempo pactado, F1 si la capacidad es muy fuerte, F2 si la capacidad es fuerte, F3 si la capacidad es satisfactoria y utiliza las letras B, C, D para considerar que podría el emisor tener problemas para ser abonada la deuda en el plazo establecido. En particular, la calificación D supone incumplimiento.

DBRS Morningstar es otra empresa de calificación que en su publicidad<sup>7</sup> anota que ofrece servicios de calificación para instituciones financieras, entidades corporativas y soberanas y productos e instrumentos de financiación estructurada. Además puntualiza que las calificaciones crediticias son opiniones prospectivas sobre el riesgo crediticio que reflejan la calidad crediticia de una entidad o valor, formándose desde una evaluación colectiva en lugar de la opinión de un analista individual. Las calificaciones se basan en información suficiente que incorpora consideraciones tanto globales como locales y el uso de metodologías aprobadas. DBRS<sup>8</sup> utiliza la siguiente nomenclatura: R-1 (high) alta calidad crediticia, R-1 (middle) calidad crediticia superior, R-1 (low) buena calidad crediticia, R-2 (high) adecuada calidad crediticia, R-2 (middle) adecuada calidad crediticia aunque puede ser vulnerable a futuros hechos, R-2 (low) calidad crediticia menor, R-3 calidad crediticia baja, R-4 calidad crediticia especulativa, R-5 calidad crediticia altamente especulativa, la calificación D, el peor nivel de todos, supone que el emisor puede entrar en insolvencia, quiebra o liquidación.

### **3.2 Subastas**

El procedimiento más habitual para colocar Letras por el Estado se realiza por medio de subastas en las que pueden participar quién lo desee tanto sea español, como no. De todas formas, hay subastas en las que solamente pueden participar determinados grupos o sociedades, como posteriormente se analizará. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera elabora un calendario anual de subastas y se convocan mediante su publicación en el BOE.

Las subastas de Letras combinan el sistema holandés con el tradicional. El sistema holandés se caracteriza por comenzar con un precio alto, que irá disminuyendo cuando ningún comprador esté interesado en ese precio. El precio seguirá disminuyendo hasta alcanzar el precio de reserva, que es el precio mínimo al que el vendedor está dispuesto a vender.

---

<sup>7</sup> <https://www.dbrsmorningstar.com/understanding-ratings/>

<sup>8</sup> <https://www.dbrsmorningstar.com/media/0000000069.pdf>

En las subastas ordinarias del Tesoro Público hay dos tipos de peticiones, las competitivas y las no competitivas. En las primeras se ofrece un precio y la cantidad de Letras a adquirir a ese precio. Las no competitivas tienen que aceptar el precio medio ponderado que resulte de la subasta aunque estas peticiones determinan la cantidad de Letras que desean suscribir. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera puede limitar el número e importe máximo de las ofertas competitivas que cada participante puede presentar, así como fijar un precio mínimo. Respecto a las peticiones no competitivas presentadas por cada inversor generalmente no podrá superar los 5.000.000 de euros, aunque con excepciones. Actualmente, en muchas subastas, la participación de peticiones no competitivas es rechazada dado el tipo de interés negativo al que resultan las subastas.

Las ofertas se suscriben en las sucursales del Banco de España en las distintas ciudades españolas. Los ofertantes deben ser titulares de una cuenta en la central de anotaciones del Banco de España o, en el caso de no serlo, presentar un depósito de garantía, fijado por el Banco de España o un 2% de la cantidad ofertada. Si la petición no es aceptada, o la subasta se declara desierta, el Banco de España devuelve el depósito constituido, siendo esta devolución hecha el primer día hábil posterior a la resolución de la subasta y las entidades efectuarán la devolución en el plazo más breve posible.

Fijada la fecha de admisión de solicitudes, las ofertas competitivas se ordenan de mayor a menor precio ofertado y se determina el volumen de Letras que se quiere emitir. De acuerdo con el precio se van adjudicando las Letras hasta llegar al tope de emisión. El tope de emisión determina el precio marginal siendo rechazadas las ofertas a precios inferiores.

Una vez seleccionadas todas las ofertas competitivas, se calcula el precio medio ponderado de la subasta con ellas. Los abonos que deben realizar los adjudicatarios se realizarán de acuerdo a la siguiente regla:

- Las ofertas a precio mínimo se adjudican a ese precio.
- Las ofertas que estén entre el mínimo y el precio medio ponderado pagarán lo que han ofertado.

- Las ofertas que estén entre el precio medio ponderado y las no competitivas, abonarán el precio medio ponderado.

### 3.2.1 Segunda vuelta

Desde 1991, es posible que después de cada subasta se lleve a cabo una segunda vuelta<sup>9</sup> aunque esta subasta tiene limitada su participación a los Creadores de Mercado de Deuda Pública<sup>10</sup>. El momento de realizarse es entre la resolución de la subasta y las doce horas del día hábil anterior al de su puesta en circulación. Hay un tope máximo de emisión del 24% del nominal adjudicado en la subasta ordinaria de ese activo. Todas las peticiones se adjudican al precio medio ponderado. Cada creador tiene un importe máximo de adjudicación, que previa petición, reflejará su participación en las adjudicaciones de esa subasta y una subasta previa comparable. Además se considera un coeficiente de premio que presenta cuatro posibles tramos no acumulables: un 24% para los cumplidores de un mínimo de cotización y sean los más activos, un 20% para los cumplidores de un mínimo de cotización, un 4% para los más activos recientemente y un 0% para aquellos sin actividad anterior.

### 3.2.2 Tipos de interés

Conociendo los precios a abonar por la adjudicación y dado que se conoce el valor nominal, es posible determinar distintos tipos de interés asociados a la subasta. Estos tipos de interés se determinan estableciendo la equivalencia financiera entre el precio abonado y el nominal a recibir en el reembolso utilizado ley racional simple<sup>11</sup> con base 30/360<sup>12</sup>.

La tabla 2 muestra el precio mínimo aceptado y el precio medio, obteniéndose por la equivalencia financiera, considerando la ley simple, el tipo de interés medio y marginal.

---

<sup>9</sup><https://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/mercado-primario/procedimiento-de-emision-y-subasta-de-los-valores-del-tesoro/segunda-vuelta>

<sup>10</sup> Un creador de mercado es una persona física o jurídica capaz de comprar o vender grandes cantidades de un activo con el objetivo de mantener la liquidez en el mercado financiero.

<sup>11</sup> La ley racional simple se utiliza por la duración de las Letras en el mercado.

<sup>12</sup> La base 30/360 supone que todos los meses tienen 30 días y el año 360.

PLAZO	3 MESES	6 MESES	9 MESES	12 MESES
Fecha de subasta	13/07/2021	10/08/2021	17/08/2021	10/08/2021
Fechas de Vto.	08/10/2021	11/02/2022	06/05/2022	12/08/2022
Fecha de liquidación	16/07/2021	13/08/2021	20/08/2021	13/08/2021
Nominal solicitado	2.250,09	2.965,79	4.452,50	7.552,72
Nominal adjudicado	403,6	884,3	1.265,01	4.250,59
Nominal adjudicado <sup>13</sup>	0	61,63		406,95
Precio mínimo aceptado	100,142	100,299	100,419	100,569
Tipo de interés marginal	-0,604	-0,589	-0,579	-0,559
Precio medio	100,145	100,302	100,421	100,576
Tipo de interés medio	-0,618	-0,595	-0,582	-0,566
Adjudicado al marginal	200	50	100	175
1er precio no admitido	100,145	100,298	100,418	100,568
Volumen peticiones a ese precio	150	150	330	475
Peticiones no competitivas	NA (0,00)	NA (0,00)	NA(0,01)	NA (0,65)
Efectivo solicitado	2.209,58	2.974,45	4.470,64	7.594,49
Efectivo adjudicado	440,66	886,96	1.270,32	4.274,94
Efectivo adjudicado <sup>14</sup>		61,81		409,26
% de prorrateo				
Ratio de cobertura	5,01	3,35	3,52	1,78
Anterior tipo marginal	-0,604	-0,575	-0,546	-0,534

Tabla 3.2: Resultados últimas subastas

Fuente: [www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/](http://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/)

La tabla 2 también contiene los resultados de subastas, en los distintos plazos, de julio y agosto del año actual. En la primera columna encontramos la fecha de subasta, la fecha final de la emisión y la fecha de devolución del nominal.

<sup>13</sup> En la segunda vuelta

<sup>14</sup> Segunda vuelta

Las siguientes tres filas recogen el nominal solicitado, el nominal aceptado en la primera y en la segunda vuelta. Después encontramos el precio mínimo aceptado y el precio medio ponderado. Los tipos de interés asociados a estos precios, con las Letras del Tesoro, se determinan con ley simple y base 30/360. De esta forma, el tipo de interés,  $i$ , asociado a un precio,  $P$ , será el resultado de la operación:  $1.000=P(1+i (t/360))$  donde  $t$  está contado en días.

Asimismo, la tabla 2 muestra el volumen de peticiones al primer precio no admitido, las peticiones no competitivas, el efectivo que se ha solicitado por todos los participantes en la subasta y el efectivo adjudicado distinguiendo si es en la primera o segunda vuelta. El ratio de cobertura es comparar la demanda con la oferta y la última entrada corresponde al precio marginal de la subasta anterior.

### **3.2.3 Tipos de interés negativos**

Desde abril de 2015, el Tesoro emite Letras con interés negativo. Este hecho significa, que el inversor paga por dejarle dinero al Estado, ya que a la fecha de reembolso, recibiría menos de lo invertido.

Los motivos que llevan a un inversor a esta situación son varios. Uno de ellos tiene que ver con la gran seguridad que tienen los títulos de deuda pública al ser respaldado por el Estado. Los inversores prefieren deuda pública a deuda corporativa en un escenario de incertidumbre. Otro de los motivos es utilizar derivados financieros para operar con las Letras en el mercado. Si los inversores tienen expectativas bajistas sobre la rentabilidad en futuras subastas de Letras, pueden comprarlas para luego venderlas en el mercado secundario, obteniendo con ello una rentabilidad por la diferencia de valor de compra y de venta en el mercado. La razón es que ciertos derivados financieros permiten operar sin necesidad de adquirir los títulos de deuda: permiten abrir tanto operaciones de compra como de venta, dependiendo de las expectativas.

Otra justificación proviene al tener en cuenta la inflación o los impuestos. Observamos que con una inflación del 3% anual lo que antes valía 100,

transcurrido un año, el activo vale 103. Esto implica que aun comprando letras con rentabilidad nominal negativa, se obtiene una rentabilidad real positiva.

A los inversores extranjeros también les puede interesar invertir en Letras al tratarse de papel en euros. Este inversor puede tener interés en invertir con tipos negativos si se espera una apreciación del euro en los mercados frente a su divisa. Con ello, la rentabilidad negativa de la Letra se compensa con la apreciación del euro respecto a su moneda local. El gráfico 1 muestra la distribución por tenedores de las Letras en mayo de 2021. Observamos claramente que más del 75% de esta deuda está en manos de no residentes.

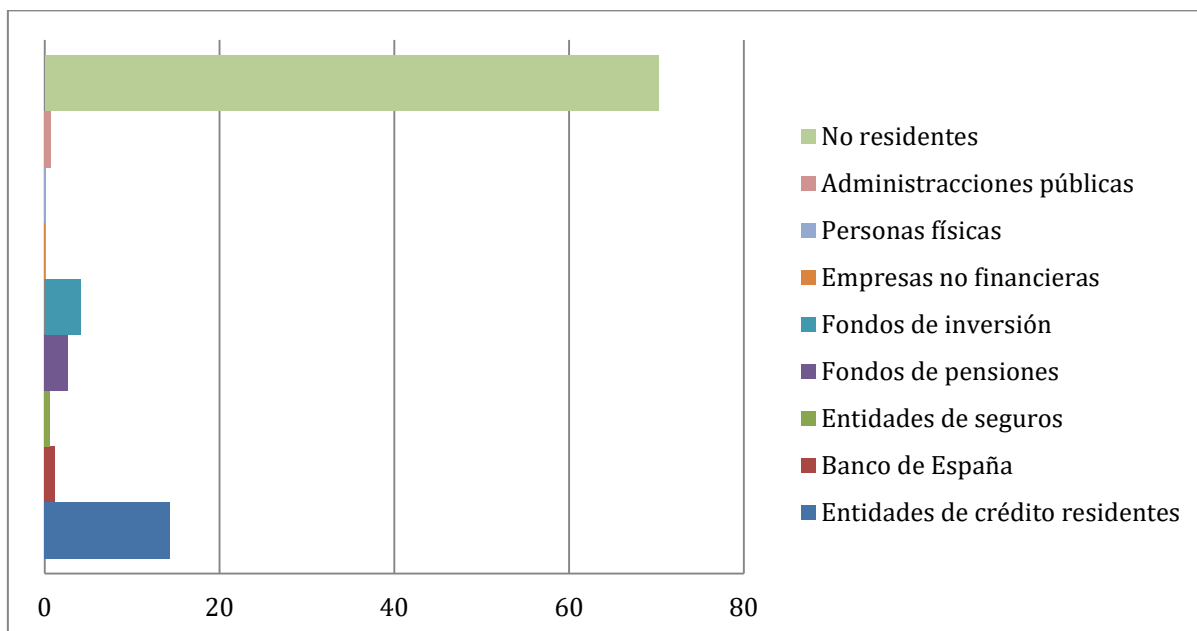


Gráfico 3.1: Tenedores de Letras del Tesoro en mayo de 2021

Fuente: Secretaría general del Tesoro y financiación internacional

Todas estas razones son positivas o alcanzables para inversores institucionales, es decir, entidades que poseen grandes cantidades monetarias para la inversión. Pero el pequeño inversor se vería muy perjudicado si le sucediese tener que comprar letras con tipos negativos. Si la subasta se cierra con rentabilidades negativas, lo que dificulta a los pequeños inversores ya que les es más difícil adoptar cualquiera de las estrategias mencionadas anteriormente, el Tesoro protege a estos si realizan suscripciones no

competitivas, de forma que si el precio medio ponderado resultante fuese negativo, se considerarán como no presentadas.

#### **3.2.4 Fiscalidad**

Las Letras del Tesoro, como bien se mencionó anteriormente, son activos financieros emitidos al descuento o de rendimiento implícito, por lo que la diferencia entre el importe obtenido como ganancia en la venta o amortización de la letra y el pagado en su compra tiene la consideración de rendimiento del capital mobiliario sujeto por ello al IRPF.

Estos rendimientos se integran en la Base Imponible del Ahorro en el ejercicio en el que se transmiten o amortizan los activos, tributando los primeros 6.000 euros al 19%, desde 6.000,01 hasta 50.000 euros al tipo del 21% y desde 50.000,01 euros en adelante al 23%. Su integración en la Base Imponible se realizará por diferencia entre el valor de transmisión y el de adquisición. Los gastos de enajenación y adquisición siempre que sean satisfechos por el adquirente o por el transmitente y se justifiquen como es debido, deberán computarse para la cuantificación del rendimiento, bien aumentando el valor de adquisición o disminuyendo el valor de enajenación. No existe retención a cuenta sobre dicho rendimiento, cualquiera que sea su perceptor.

### **3.3 Rentabilidad efectiva y financiera de una letra**

Las Letras del Tesoro pueden adquirirse en el mercado primario participando en la subasta bien, ofreciendo un precio, o participando como precio-aceptante. Para ello basta tener una cuenta abierta en el BdE. No obstante, también se pueden obtener acudiendo a un intermediario financiero lo que es obligatorio en caso de no ser residente en España. Cada opción tiene unos gastos asociados. Si la adquisición se realiza a través del BdE, desde el 2 de enero de 2005, cuando la Letra es amortizada existe una comisión del 1,5 por mil, con un mínimo de 0,9 euros y un máximo de 200 euros, sobre el importe que se debe transferir. Si se adquiere a través de un intermediario financiero hay que abonar una comisión por la suscripción y compra y otra, para la amortización de la Letra. Las comisiones se establecen en porcentaje, pero existe siempre un valor mínimo para cada una de ellas.



Las comisiones que se abonan, tanto en la compra, como en la venta, repercuten en la rentabilidad de la Letra. Así si se designa por  $c_s$  la comisión abonada por la suscripción y por  $c_r$  la del reembolso, la rentabilidad financiera, denotada por  $i_f$ , de un paquete de  $n$  Letras, es aquel tipo de interés que verifica  $(nP+c_s)(1+i_f t)=1000n-c_r$ , donde  $t$  es la duración de la Letra expresada en años y  $P$  el precio de adquisición sin incluir ningún gasto adicional. La rentabilidad efectiva, denotada por  $i_e$ , es aquel tipo de interés que verifica  $(nP+c_s)(1+i_e)^t=1000n-c_r$ .

Observamos que la diferencia entre la rentabilidad financiera y la efectiva es la ley utilizada para establecer la equivalencia financiera: ley simple para la rentabilidad financiera y ley compuesta para la rentabilidad efectiva.

### **3.4 Mercados secundarios**

Las Letras no tienen siempre que adquirirse en el mercado primario, esto es, en el mercado de emisión, ya que también pueden adquirirse o venderse en el mercado secundario. La adquisición o venta en el mercado secundario modifica la rentabilidad financiera y efectiva de las Letras por varios motivos. En la compra se abonara un precio, en general, diferente del resultado de la subasta al incluir gastos de adquisición y si la Letra se vende, no se obtendrá el valor nominal, pues también habrá que considerar los gastos de amortización. Además, las expresiones de los rendimientos, de compra y venta, tendrán en cuenta el tiempo transcurrido desde la compra a la venta y no el tiempo desde la emisión a la amortización.

La negociación<sup>15</sup> en el mercado secundario de las Letras se puede establecer a través de los intermediarios financieros o brokers, este mercado es conocido como primer escalón y solo pueden acceder a él los miembros del mercado. Asimismo se puede establecer la negociación en el segundo escalón y finalmente, entre los intermediarios y sus clientes. En el mercado secundario se

---

<sup>15</sup> [www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/mercado-secundario/ambitos-de-negociacion](http://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/mercado-secundario/ambitos-de-negociacion)

permiten las operaciones<sup>16</sup> simples, a plazo o al contado y también, las operaciones dobles.

Para facilitar a los minoristas la compra y venta de renta fija, el mercado AIAF<sup>17</sup> ha incorporado la plataforma electrónica SEND donde se realizan operaciones de compra y venta de este tipo de deuda. Utilizando la plataforma SEND<sup>18</sup> se negocian las participaciones preferentes, bonos y obligaciones simples, obligaciones subordinadas, obligaciones con bonificación fiscal, cédulas y los pagarés con vencimiento superior a 6 meses, emitidas a partir de 2009, con nominal unitario igual o inferior a 1.500 euros y que hayan tenido como destinatario al inversor particular. Pueden también incluirse otros títulos emitidos con anterioridad, o con nominal superior, si es solicitado por el emisor o por un miembro del mercado. SEND permite a los inversores particulares comprar todos los tipos de activos emitidos por el Tesoro: Letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado o strips<sup>19</sup> de deuda pública.

SENAF<sup>20</sup> es considerada como la plataforma electrónica de negociación mayorista para deuda pública española, tanto al contado como en repos y simultáneas y algunos activos registrados en el mercado de renta fija AIAF. El sistema comenzó en 1999 y posteriormente se integró en el holding de Bolsas y Mercados Españoles (BME) donde también se encuentra el mercado AIAF. Precisamente, su funcionamiento está supervisado por la sociedad rectora de ese mercado. En la plataforma SENAF solamente pueden operar miembros institucionales ligados al mercado secundario AIAF.

La tabla 3 muestra precios de compra y venta de Letras el último día de agosto de 2021.

---

<sup>16</sup> Una operación simple es cuando la transacción en un único acto traspasa todos los elementos asociados a la Letra. Una operación simple puede ser a plazo o al contado dependiendo de si la liquidación se realiza dentro de los cinco días siguientes a la contratación. Las operaciones dobles es la realización de dos operaciones una de compra y otra de venta.

<sup>17</sup> Acrónimo de asociación de intermediarios de activos financieros.

<sup>18</sup> <https://www.bmerf.es/esp/aspx/Portadas/HomeSENDPUB.aspx>

<sup>19</sup> Un strip es un título que resulta de la segregación de los cupones o el nominal de un bono o una obligación del Estado. Una vez constituido, su funcionamiento es similar a las Letras.

<sup>20</sup> <https://www.bmerf.es/esp/aspx/Portadas/HomeSENAF.aspx>

Descripción	ISIN	Compra			Venta			Ult. Precio Negociado	Ult. TIR Negociado	Importe Nominal**
		Importe <sup>(1)</sup>	TIR*	Precio*	Precio*	TIR*	Importe <sup>(1)</sup>			
<b>LT - Letras del Tesoro</b>										
L 040322	ESOL02203047	48,00	-0,5840	100,2980	100,3020	-0,5930	100,00			
L 080522	ESOL02205067	21,00	-0,5750	100,3940	100,4030	-0,5880	114,00			
L 080422	ESOL02204086	115,00	-0,5750	100,3490	100,3590	-0,5900	114,00			
L 080722	ESOL02207089	130,00	-0,5790	100,4990	100,5130	-0,5950	148,00			
L 081021	ESOL02110085	82,00	-0,6160	100,0620	100,0640	-0,6360	144,00	100,0620	-0,6230	10,00
L 100622	ESOL02206107	111,00	-0,5800	100,4550	100,4670	-0,5950	154,00			
L 100921	ESOL02109103	136,00	-0,5780	100,0130	100,0130	-0,5980	96,00			
L 101221	ESOL02112107	96,00	-0,5820	100,1600	100,1630	-0,5930	114,00			
L 110222	ESOL02202114	116,00	-0,5870	100,2650	100,2730	-0,6040	144,00			
L 120822	ESOL02208129	93,00	-0,5800	100,5570	100,5730	-0,5960	135,00			
L 121121	ESOL02111125	81,00	-0,6100	100,1200	100,1270	-0,6450	117,00	100,1210	-0,6110	57,00
L 140122	ESOL02201140	137,00	-0,5980	100,2230	100,2310	-0,6190	114,00			

(\*) Los precios se expresan como porcentaje del nominal.

(\*\*) Importe nominal negociado en la sesión hasta ese momento, en millones de euros.

(1) Importe expresado en millones de euros.

Tabla 3.3: Precios de compra y venta de SENAF. Fuente: SENAF

Observamos, desde la gráfica, la pequeña variación del precio de las Letras entre la compra y la venta; esto se justifica por ser un activo que, normalmente, presenta fuerte estabilidad en los precios durante su permanencia en el mercado justificado por tener como colateral al Estado.

#### 4. PAGARÉS DE EMPRESA

Las pequeñas y medianas empresas pueden obtener financiación en el corto plazo utilizando distintos instrumentos financieros como préstamos de entidades financieras<sup>21</sup>, ya sean pignorados o no, hipotecarios o no, préstamos oficiales como los ofrecidos por el Instituto de Crédito Oficial<sup>22</sup> (ICO). También pueden abrir cuentas de crédito<sup>23</sup> si las entidades lo permiten, emitir letras de cambio<sup>24</sup>, pagarés, llevar a cabo operaciones de leasing<sup>25</sup>, factoring<sup>26</sup>,

<sup>21</sup> La entidad financiera se convierte en prestamista. Si el préstamo es pignorado se obliga a que un paquete de activos sea garante del préstamo. Si el préstamo es hipotecario, el dinero se utilizará para la adquisición, en general, de un bien inmobiliario que se convertirá en garante del préstamo.

<sup>22</sup> [www.ico.es](http://www.ico.es)

<sup>23</sup> Una cuenta de crédito es un préstamo que no tiene por qué utilizarse totalmente en su concesión, sino que tiene un plazo. Su nombre proviene de que se utiliza una cuenta bancaria para su gestión.

<sup>24</sup> Las Letras de cambio es un documento emitido por el vendedor de un bien contra el comprador quién se compromete a abonar la deuda en un plazo establecido en la letra.

<sup>25</sup> Un leasing es un arrendamiento financiero.

confirming<sup>27</sup>, descuentos por pronto pago<sup>28</sup>, o entre otros, acudir a mercados no regulados que carecen de supervisión. En particular, se podría realizar un crowdfunding<sup>29</sup>, aunque este producto se utiliza generalmente para proyectos a más largo plazo.

Los títulos de deuda en el corto y medio plazo emitidos por empresas al descuento se conocen como pagarés<sup>30</sup>. La colocación de las emisiones puede realizarse mediante subastas, como las Letras del Tesoro, aunque las subastas suelen ser restringidas. Los títulos de deuda corporativa compiten en el mercado de deuda con las Letras, incluso con los bonos emitidos por el Tesoro, por lo que presentan características distintivas. En general, los pagarés presentan un tipo de interés superior a la ofrecida por la deuda pública de similar plazo por la asunción de más riesgos.

Las empresas de mayor tamaño pueden emitir deuda en el mercado AIAF, mercado regulado al estar controlado y supervisado por la CNMV junto con miembros del mercado y mediadores. La supervisión es respecto a su funcionamiento, admisión de valores, cotización y difusión de información. A fecha de 31 de agosto del año actual, las emisiones vigentes en el mercado AIAF corresponden a AENA<sup>31</sup>, dieciséis del Banco Sabadell, uno de la Banca March, seis de Bankinter, tres de Endesa<sup>32</sup>, dos de Telefónica<sup>33</sup> y seis del banco Santander. Las emisiones de estos pagarés tiene que estar precedida por un folleto informativo que tiene que estar registrado en los registros oficiales de la CNMV.

---

<sup>26</sup> Las deudas de una empresa son cedidas a una entidad financiera, antes de su vencimiento, recibiendo un porcentaje de ellas. Hay varios tipos de factoring.

<sup>27</sup> Es un producto financiero que permite abonar facturas a los proveedores de una empresa.

<sup>28</sup> Los descuentos por pronto pago es simplemente realizar un descuento en las facturas a los clientes a cambio de efectivo inmediato.

<sup>29</sup> Un conjunto de personas acuerda patrocinar un proyecto que se expone, generalmente, en la red. La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial establece un régimen jurídico para el crowdfunding.

<sup>30</sup> La palabra pagaré se utiliza en, al menos, dos contextos distintos. Por una parte es un título de deuda y por otra es un documento que emite un comprador para abonar una cantidad a un proveedor. En este último aspecto, un pagaré es como una letra de cambio pero quién emite el pagaré es el comprador, no el vendedor.

<sup>31</sup> Empresa pública española encargada de la gestión de los aeropuertos de interés.

<sup>32</sup> Empresa que opera en los sectores gasísticos y de electricidad.

<sup>33</sup> Empresa multinacional española en el ámbito de las telecomunicaciones.

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) de acuerdo a lo señalado en el artículo 1 de su reglamento, es un mercado creado con la intención de promover la financiación de compañías de tamaño mediano a través de la emisión de títulos de renta fija. Parece importante indicar que el MARF es un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) y no un mercado regulado, de conformidad con el Real Decreto-ley 21/2017 de 29 de diciembre de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. MARF es un mercado para inversores cualificados.

#### **4.1 Folletos de emisión**

En mercados regulados, antes de la venta al público o antes de admitirlos a negociación, el emisor tiene que elaborar y publicar un folleto informativo. Su objeto es proporcionar información a los inversores sobre la empresa emisora. Este folleto debe ser aprobado por la CNMV antes de que se publique y debe velar por un folleto que contenga las características que exige la Ley<sup>34</sup>.

Se establece<sup>35</sup> que el folleto de emisiones en mercados regulados tiene que incluir “información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. El folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores”. Observamos que la Ley pone especial cuidado en considerar que la presentación de los datos tiene que ser de fácil análisis para ayudar al inversor. Además, se requiere que el contenido del folleto debe ser responsabilidad de algún miembro relacionado con el emisor.

Las emisiones en el MARF, al ser un mercado no regulado, no tienen por qué presentar un folleto supervisado por la CNMV. No obstante, el reglamento del

---

<sup>34</sup> Artículo 26 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

<sup>35</sup> Artículo 27 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

MARF<sup>36</sup> establece en su artículo 25<sup>37</sup> qué documentación tienen que proporcionar los emisores para participar en el mercado. En particular, se requiere un documento que deberá incluir una descripción del tipo y naturaleza de sus actividades. En el apartado d se especifica “en caso de haber sido solicitado por la Entidad Emisora o los inversores participantes en la emisión, un informe de evaluación crediticia y de riesgo de la emisión o informe de solvencia, emitido por una entidad registrada y certificada por ESMA<sup>38</sup>”

En las dos secciones siguientes se destacan los aspectos más importantes que se obtienen analizando el contenido de los documentos de emisión de pagarés. Se selecciona uno emitido en el mercado AIAF y otro, en el MARF de dos entidades diferentes.

#### **4.2 Programa de emisión de pagarés en el mercado AIAF.**

Para analizar un programa de emisión en el mercado AIAF, se ha considerado como ejemplo, una emisión del Banco Santander. Se denomina “Programa de emisión de pagarés 2020 Santander Consumer” y su contenido se puede encontrar en la página <https://www.santanderconsumer.com/wp-content/uploads/2021/02/Folleto-Base-Pagares-2020.pdf>.

La nota comienza indicando que está elaborada siguiendo las características que por obligación tiene que tener. En su índice se señalan distintos aspectos que son sintetizados a continuación.

1. Descripción general del programa: emisión de pagarés, denominados en euros, emitidos al descuento, a plazos entre 3 días y 2 años, tipo de interés fijo, representados mediante anotaciones en cuenta en IBERCLEAR<sup>39</sup> y admitidos a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija. El programa tiene una validez de un año y un límite máximo de saldo vivo<sup>40</sup> en cada momento de cinco mil millones de euros.

---

<sup>36</sup> Publicado el 30 de mayo de 2018.

<sup>37</sup> Capítulo IV.

<sup>38</sup> ESMA (European Securities and Markets Authority) es el homólogo europeo a la CNMV. Fue creado por el Reglamento de la UE nº 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo.

<sup>39</sup> Entidad que se ocupa de la llevanza del registro contable de valores negociables representados por anotaciones en cuenta.

<sup>40</sup> Cuantía pendiente de pago.

2. Factores de riesgo en los que se avisa a los posibles inversores de los factores de riesgo existentes en la adquisición de estos títulos. Se señala la existencia del riesgo de obtener rentabilidades negativas<sup>41</sup>, riesgo de crédito<sup>42</sup>, riesgo de variaciones en la calidad crediticia del emisor<sup>43</sup>, riesgo de pérdida del principal para los pagarés<sup>44</sup>, riesgo de mercado<sup>45</sup> y riesgo de liquidez<sup>46</sup>.
3. Responsables de la información y de la validez del documento. Se señala que los ingresos que obtenga el programa se usarán para atender las necesidades de tesorería del emisor. La nota continua en el punto 3.2 que al ser un programa continuo de emisión, no es posible saber con anterioridad el importe emitido en cada momento. El importe máximo será el límite impuesto por el programa.
4. El punto 4 de la nota señala la información relativa a los valores que van a ofertarse. Se indica: los pagarés son valores de renta fija simple que representan una deuda para el Emisor. Podrán emitirse al descuento, a la par o por encima de la par, y son reembolsables por su valor nominal al vencimiento. Los pagarés tienen un valor unitario de cien mil euros. El importe mínimo de suscripción y venta de los mismos será de quinientos mil euros nominales (pt. 4.1, a). Los pagarés emitidos estarán registrados y representados mediante anotaciones en cuenta (pt. 4.4). Todos los valores que se emitan al amparo del presente Programa estarán denominados en euros (pt.4.5). Los pagarés emitidos al amparo del presente Programa no tendrán garantías reales ni de terceros y, a

---

<sup>41</sup> Unido al riesgo de mercado, posibilidad de rendimientos negativos tanto en el momento de la emisión como a lo largo de su vida o en la fecha de amortización. Se debe a que el emisor podrá emitir sobre la par los pagarés, siendo superior al precio de amortización. A vencimiento, no se recobrará el total del importe invertido, sino sobre el valor nominal, asumiendo una rentabilidad negativa que puede ocasionar pérdidas.

<sup>42</sup> Riesgo de que el emisor no pueda hacer frente al reembolso del principal o de que se produzca un retraso en el cobro del mismo. La solvencia se suele medir en función de la capacidad para generar beneficios en el futuro y, por ende, para afrontar sus compromisos de pago.

<sup>43</sup> Este programa no ha sido valorado por ninguna entidad calificadora.

<sup>44</sup> Riesgo de reducción de valor nominal de los pagarés o su conversión en instrumentos de capital., siguiendo la Ley 11/2015.

<sup>45</sup> Riesgo que surge al cambiar las condiciones generales de mercado frente a las de inversión. Las emisiones de valores de renta fija con rendimiento implícito están sometidas a posibles variaciones en los tipos de interés. A un mayor tipo de interés en el mercado, menor será el valor del pagaré y viceversa. Por tanto, cuanto mayor sea la duración de la inversión, mayor volatilidad.

<sup>46</sup> Riesgo de que los operadores del mercado no hallen contrapartida para los valores.

diferencia de los depósitos, no están garantizados por el Fondo de Garantía de Depósitos. Los inversores se sitúan a efectos de la prelación debida en caso de situaciones concursales del emisor por detrás de los acreedores con privilegio que a la fecha tenga Santander Consumer y al mismo nivel que sus acreedores ordinarios, conforme con la catalogación y orden de prelación de créditos establecidos por el Real Decreto legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal, y con la normativa que la desarrolla. (pt.4.6). Los plazos de vencimiento de los valores a emitir estarán comprendidos entre un mínimo de 3 días hábiles y un máximo de 731 días naturales (2 años y un día) ambos inclusive, contados desde la fecha de desembolso (pt. 4.9, a). Los pagarés emitidos se amortizarán en la fecha de vencimiento por su valor nominal (no habrá cupones periódicos) con repercusión, en su caso, de la retención a cuenta que corresponda. En el caso de que la fecha de amortización coincidiera con un día inhábil a los efectos del Mercado AIAF de Renta Fija, las cantidades correspondientes se abonarán al día siguiente hábil, sin que por ello los titulares de los valores tengan derecho a percibir intereses por dicho diferimiento (pt 4.9,b)

5. El emisor tiene previsto solicitar la admisión a negociación de los valores que se emitan al amparo del presente Programa en el Mercado AIAF de Renta Fija, habiéndose autorizado así en el acuerdo de la Comisión Ejecutiva del emisor de realización del Programa de Emisión.
6. Gastos en los que incurre el emisor: CNMV Tasas registro, CNMV Verificación admisión AIAF: 0.01% sobre el importe nominal emitido, con un mínimo de 3.060,30 y un máximo de 61.206, AIAF Estudio y registro Folleto: 0,005% sobre importe programa, tasa máxima 55.000, AIAF Tramitación y admisión a cotización: 0,001% sobre importe nominal admitido, tasa máxima 55.000, IBERCLEAR\*\* Inclusión Programa, inclusión y amortización ISIN.
7. Los valores emitidos al amparo del Programa les será de aplicación lo dispuesto en la Nota de Valores, así como las disposiciones legales



vigentes<sup>47</sup> aplicables a la emisión de pagarés de empresa por sociedades anónimas y entidades de crédito.

8. Los pagarés del Programa estarán registrados y representados mediante anotaciones en cuenta<sup>48</sup>.
9. Los valores estarán denominados en euros.
10. Los pagarés no tendrán garantías reales ni a terceros y, a diferencia de los depósitos, no están garantizados por el Fondo de Garantía de Depósitos. El principal y los intereses de los valores estarán garantizados por el total del patrimonio de Santander Consumer.
11. Los valores detallados en el Programa carecerán de derechos políticos presentes y/o futuros sobre Santander Consumer. Los derechos económicos y financieros para el inversor asociados a la adquisición y tenencia de los pagarés serán los derivados de las condiciones de tipo de interés, rendimientos y precios con que se emitan.
12. Tipo de interés nominal será el pactado por las partes en el momento de la formalización. Consistirá en un % anual pagadero a posteriori, calculado con la siguiente fórmula, para un vencimiento inferior o igual a 365 días:

$$I = [(N - E) * base] \div [E * d]$$

De donde

- I: Tipo de interés nominal anual en tanto por uno
  - N: Importe nominal del pagaré
  - E: Importe efectivo del pagaré
  - d: Número de días comprendidos entre la fecha de emisión y el vencimiento (excluido)
  - Base: 365 días
13. El precio efectivo de emisión será el que resulte en función del tipo de interés que se aplique y del plazo de vencimiento de cada pagaré. Se calcula con la siguiente fórmula, para plazos de vencimiento iguales o inferiores a 365 días.

---

<sup>47</sup> Se emiten conforme el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores; con el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre; con la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre; y con el resto de normativa de desarrollo vigente.

<sup>48</sup> La Entidad encargada del registro contable será la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR).

$$E = N / \left[ 1 + \frac{i * d}{base} \right]$$

Siendo:

- E: Importe efectivo del pagaré
- N: Importe nominal del pagaré
- i: Tipo de interés nominal anual expresado en tanto por uno
- d: Número de días comprendidos entre la fecha de emisión y el vencimiento (excluido)
- Base: 365 días

Se realizarán las operaciones con tres decimales, redondeando el importe total a céntimos de euro.

14. Los pagarés se reembolsarán en la fecha de vencimiento por su valor nominal. El servicio financiero del pago de intereses y rendimientos será atendido por el emisor, a través de IBERCLEAR y las entidades participantes en el mismo<sup>49</sup>.
15. Los plazos de vencimiento de los valores a emitir estarán comprendidos entre un mínimo de 3 días hábiles y un máximo de 731 días naturales (dos años y un día) ambos inclusive, contados desde la fecha de desembolso.
16. El régimen de emisión de pagarés no requiere la representación del sindicato.
17. Al tratarse de un Programa de Pagarés de tipo continuo, los valores podrán emitirse y suscribirse en cualquier momento durante la vigencia del Programa.
18. Se realiza una estimación de todos los gastos relacionados con la admisión a cotización, asumiendo que el importe nominal emitido, anotado y admitido a cotización iguale el saldo máximo del Programa. Aunque no es posible anticipar una estimación del coste para el emisor dada la previsible variabilidad de los tipos de interés aplicados en cada caso.

---

<sup>49</sup> De acuerdo con lo establecido en la normativa sobre anotaciones en cuenta (Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre), a favor del titular que figure como tal en sus registros contables.

La tabla 4 establece la estimación de los gastos mencionados anteriormente:

CNMV Tasas registro*: importe fijo	5.100,50
CNMV Verificación admisión AIAF: 0.01% sobre el importe nominal emitido, con un mínimo de 3.060,30 y un máximo de 61.206	61.206,00
AIAF Estudio y registro Folleto: 0,005% sobre importe programa, tasa máxima 55.000	55.000,00
AIAF Tramitación y admisión a cotización: 0,001% sobre importe nominal admitido, tasa máxima 55.000	55.000,00
IBERCLEAR** Inclusión Programa, inclusión y amortización ISIN	500,00
<b>TOTAL</b>	<b>176.806,50</b>

\*El importe de la tasa de registro en la CNMV quedará exento de las tasas CNMV de admisión a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija que se devenguen en la primera emisión si la documentación aportada para examen, se produce en un plazo inferior a seis meses desde la fecha de registro de este folleto base.

\*\*No incluye el importe correspondiente al impuesto sobre el valor añadido (I.V.A.).

Tabla 4.4: Estimación gastos por admisión a cotización.

Fuente:[https://www.santanderconsumer.com/wp-](https://www.santanderconsumer.com/wp-content/uploads/2021/02/Folleto-Base-Pagares-2020.pdf)

[content/uploads/2021/02/Folleto-Base-Pagares-2020.pdf](https://www.santanderconsumer.com/wp-content/uploads/2021/02/Folleto-Base-Pagares-2020.pdf)

### 4.3 Programa de emisión de pagarés en el mercado MARF

Se ha elegido a ELECNOR, S.A para analizar una emisión de pagarés de una empresa en el MARF<sup>50</sup>. Se analiza el Programa de Pagarés ELECNOR 2021 y su documento base informativo de incorporación de pagarés al Mercado Alternativo de Renta Fija. Su contenido se puede encontrar en [https://www.bmerf.es/docs/docsSubidos/MARF/DIPagar%C3%A9sMARF/DOCUMENTO\\_2\\_1\\_-\\_Documento\\_Informativo\\_Pagar%C3%A9s\\_-\\_VERSION\\_WEB.PDF](https://www.bmerf.es/docs/docsSubidos/MARF/DIPagar%C3%A9sMARF/DOCUMENTO_2_1_-_Documento_Informativo_Pagar%C3%A9s_-_VERSION_WEB.PDF)

1. El saldo vivo máximo es de 300.000.000 euros.
2. Se informa a los posibles inversores de no basar su decisión de inversión con información distinta a la contenida en el Documento Base Informativo.

<sup>50</sup> Las empresas con pagarés vivos en el MARF se pueden encontrar en la página [BME RENTA FIJA / MARF / Documentos de Incorporación de Pagarés](#).

3. El mercado destinatario serán exclusivamente “contrapartes elegibles” y “clientes profesionales”<sup>51</sup>
4. En el Espacio Económico Europeo (EEE), estos pagarés no pueden ser puestos a la venta, ofertados o cualquier otra forma de puesta a disposición a inversores minoristas<sup>52</sup>.
5. Los factores de riesgo pueden venir de diferentes formas.
  - Riesgos financieros
    - Riesgo de mercado
      - Riesgo de tipo de cambio
      - Riesgo de tipo de interés
      - Riesgo de precio
      - Riesgo de liquidez
    - Riesgo de crédito
    - Riesgos derivados del endeudamiento
  - Riesgos relacionados con las distintas áreas de negocio del Emisor
    - Riesgos asociados al área de negocio de la construcción
    - Riesgos asociados al área de negocio de concesiones
    - Riesgos asociados al área de negocio de energías renovables
    - Riesgos asociados al área de negocio de Deimos
  - Riesgos del propio emisor<sup>53</sup>
6. Se realiza una breve descripción de la actividad del emisor<sup>54</sup>.

---

<sup>51</sup> Según definición atribuida a dichas expresiones en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a instrumentos financieros.

<sup>52</sup> Se entiende por inversor minorista a una persona que se ajuste a una de las siguientes definiciones: Cliente minorista en el sentido previsto en el apartado (11) del artículo 4 de MiFIIID 2/ Cliente minorista en el sentido previsto en la Directiva 2002/92/CE, siempre que no pueda ser calificado como cliente profesional conforme a la definición incluida mencionada en la referencia anterior.

<sup>53</sup> Por la coyuntura económica actual, por competencia, por retrasos en autorizaciones o licencias o riesgo por la participación del grupo en economías emergentes (49,6% de la cifra de negocios del año 2020 se produjo en el mercado internacional, con gran presencia en África y América en su conjunto).

<sup>54</sup> Tiene actividades en el ámbito de infraestructuras, energías renovables, realiza concesiones y Elecnor Deimos (el área tecnológica de la empresa).

7. Los pagarés son valores emitidos al descuento, que representan una deuda para el emisor, devengan intereses y son reembolsables por su nominal al vencimiento.
8. Para cada emisión de pagarés, con mismo vencimiento y en la misma divisa, se asignará un código ISIN.
9. Cada pagaré tendrá un valor nominal de cien mil (100.000) euros o cien mil (100.000) dólares americanos, en función de la divisa que se elija.
10. Los pagarés se emiten de conformidad con la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.
11. Los pagarés emitidos al amparo de este programa estarán representados mediante anotaciones en cuenta siendo IBERCLEAR, junto con sus entidades participantes, la encargada de su registro contable<sup>55</sup>.
12. Los pagarés emitidos estarán denominados en la divisa de euros o de dólares americanos.
13. Los pagarés no tendrán garantías reales ni personales de terceros. El capital y los intereses estarán garantizados por el patrimonio total del emisor<sup>56</sup>.
14. La fecha de desembolso de los pagarés emitidos coincidirá con la fecha de emisión de los mismos y su valor efectivo será abonado al emisor por Banca March en su condición de agente de pagos<sup>57</sup>.
15. El tipo de interés nominal anual se fijará en cada emisión. Este tipo de interés será el acordado entre Banca March y Banco Sabadell, S.A, en su condición de entidades colaboradoras, y el propio emisor, ELECNOR.
16. Al ser valores emitidos al descuento y con rentabilidad implícita, el importe efectivo a desembolsar varía en función del tipo de interés de emisión y el plazo acordados. Se calcula con la siguiente fórmula, para un plazo de vencimiento igual o inferior a los 365 días:

---

<sup>55</sup> De acuerdo con lo dispuesto en el art. 8.3 de la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta.

<sup>56</sup> Conforme al orden de prelación de créditos establecido en la Ley Concursal, en caso de concurso del Emisor, tendrán preferencia los acreedores con privilegio que a la fecha tenga el Emisor. Los titulares de los Pagarés se encontrarán al mismo nivel que los acreedores comunes y por delante de los acreedores subordinados.

<sup>57</sup> El emisor comunicará el desembolso, mediante el correspondiente certificado, a MARF e IBERCLEAR.

$$E = N / [1 + i_n * \frac{d}{365}]$$

Siendo:

- E: Importe efectivo del pagaré
- N: Importe nominal del pagaré
- d: Número de días del período, hasta el vencimiento
- $i_n$ : Tipo de interés nominal, expresado en tanto por uno

17. Se hace una declaración de las entidades colaboradoras<sup>58</sup>, los agentes de pago<sup>59</sup> y entidades depositarias<sup>60</sup>.
18. La acción para exigir el reembolso del nominal de los pagarés prescribirá al cabo de 5 años<sup>61</sup>.
19. No existe la posibilidad de amortización anticipada.
20. No existen restricciones a la libre transmisibilidad de los pagarés, ni de carácter particular ni general.

## 5. CONCLUSIONES

El trabajo ha considerado dos productos financieros, uno que puede ser utilizado por el sector público y, otro, utilizado, fundamentalmente, por el sector privado para conseguir un capital elevado. Estos dos productos financieros no son los únicos que pueden utilizarse en el corto plazo, hay más. Sin embargo, estos productos son los únicos que suponen emisiones de deuda y tienen asociados dos mercados. El mercado primario donde se emiten y el mercado secundario donde se negocian, una vez emitidos. Para ambos productos, las subastas es el procedimiento habitual de emisión. Otro aspecto que tienen en común es que ambas tipos de deuda se emiten al descuento.

Los dos tipos de deuda tienen diferentes plazos de amortización. Las Letras del Tesoro tienen plazos establecidos. Sin embargo, la duración de los pagarés de empresa depende del emisor. Hay emisiones a días, como se pone de

---

<sup>58</sup> Banca March y Banco Sabadell.

<sup>59</sup> Banca March.

<sup>60</sup> No hay una entidad fijada por el emisor. Cada suscriptor de los Pagarés designará, de entre las entidades participantes en IBERCLEAR, en que entidad depositará estos

<sup>61</sup> Según artículo 1.964 del Código Civil.

manifiesto en el estudio del programa Santander Consumer y emisiones que pueden llegar a 18 o 20 meses. Otra diferencia son los nominales de los títulos, mientras que la deuda pública tiene, generalmente, un nominal de 1.000 euros, los pagarés tienen nominales mucho más altos. El objetivo, se piensa, puede corresponder a que la oferta pública permite la participación del pequeño ahorrador, mientras que las emisiones corporativas, no.

Hay una diferencia esencial entre Letras y pagarés y es el tipo de interés muy relacionado a las garantías de las emisiones que, sin duda, compiten entre ellas en los mercados de deuda a corto plazo. El Estado español actualmente se financia a tipos negativos y también se han emitido pagarés con esa característica aunque los tipos no son tan bajos como los de las Letras del Tesoro. Es precisamente quién avala la deuda el que determina los tipos de interés. Las Letras son emitidas por el Estado mientras los pagarés son emitidos por empresas cuya solvencia tiene que ser probada. Cuando se emiten los pagarés, en los folletos de emisión, ya sea en un mercado regulado o no, hay que especificar los riesgos que conlleva la adquisición de esos pagarés. Los dos programas que se han analizado, banco Santander y Elecnor muestran los numerosísimos riesgos a los que estarán sujetos los acreedores de los pagarés. Si un producto tiene asociado muchos riesgos y otro, tiene asociado pocos, el tipo de interés, el precio que se va a pagar a los acreedores tiene que ser diferente. Esta es la razón de que la rentabilidad de los pagarés supere al de las Letras.

## **BIBLIOGRAFIA**

Mascareñas Pérez-Iñigo, Juan. Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. 2011. Madrid. Editorial del Economista.

Peinado Gracia, Juan I. El pagaré de empresa. 1995. Madrid. S.L. Civitas Ediciones.

Soto Torres, M<sup>a</sup> Dolores. Operaciones financieras. Estructura y dinámica. 2020. Universidad de Valladolid.

Tesoro Público: "Letras del Tesoro". Disponible en <https://www.tesoro.es/deuda-publica/los-valores-del-tesoro/letras-del-tesoro>