

## Tendencias en la emisión de deuda corporativa

*Pablo Guijarro, Isabel Gaya y Jorge Pardo\**

**La crisis financiera internacional ha supuesto un antes y un después en el sistema financiero a nivel global. La escasez en la concesión de préstamos por parte de la banca, el entorno global de tipos de interés en mínimos históricos, derivado de la actuación de los bancos centrales, y el impacto de una regulación bancaria más estricta han impulsado el interés del mercado por los títulos de deuda. Aunque la mayor participación de las empresas no financieras en el mercado de capitales se circunscribe a las de tamaño grande y mediano, también se derivan consecuencias favorables para la pequeña empresa, puesto que las entidades financieras pueden así destinar una mayor oferta de fondos a cubrir sus necesidades de recursos.**

El estallido de la crisis financiera en 2008 y su impacto sobre el sistema financiero pusieron de manifiesto la relevancia de la diversificación de las fuentes de financiación para el sostenimiento de la actividad económica. Las turbulencias financieras no solo desvelaron excesos en determinados sectores de actividad como el inmobiliario, sino que afloraron debilidades estructurales asociadas a la excesiva dependencia de una sola fuente de financiación.

De este modo, el tejido empresarial europeo ha experimentado grandes dificultades para acceder a fondos ajenos con los que dar sostenimiento a su actividad, operativa e inversora, dado el peso que la financiación a través del sector bancario representa sobre el total (prácticamente el 80%

de los recursos ajenos captados por las empresas provienen, aún hoy, de entidades financieras). Por el contrario, en las economías anglosajonas el efecto de la debilidad de las entidades financieras estuvo más acotado en el tiempo, y no ha tenido un eco tan prolongado en la financiación de la actividad privada (con datos a 2014, prácticamente el 75% de los fondos ajenos captados por las empresas provienen del mercado de capitales).

Durante los últimos meses estamos asistiendo a una corrección paulatina de esta profunda diferencia estructural en el mercado de financiación. Las empresas en Europa continental están apostando cada vez con mayor recurrencia por acceder al mercado de capitales, diversificando sus fuentes de financiación ajena mediante la emisión de

\* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A..

bonos que en muchos casos complementan a la financiación bancaria y en otros –los menos– han llegado incluso a sustituirla por completo. Esta propensión a la emisión de deuda (bonos, obligaciones, pagarés) ha cobrado fuerza incluso a pesar de que las condiciones de financiación en los mercados de capitales ya no se encuentran en los niveles más favorables de precio (los diferenciales corporativos han repuntado de forma sistemática a lo largo de 2015).

En el presente artículo se detallan en primer lugar los principales pilares del cambio que se está observando en la dinámica de financiación del sector privado, para posteriormente desgranar las tendencias generales observadas en el mercado europeo, y culminar con una visión del mercado español.

## Tendencias generales en el mercado de deuda corporativa

A lo largo de los últimos años se ha observado un aumento de la propensión de la empresa a acudir al mercado de capitales para captar fondos con los que financiar su actividad. Detrás de esta dinámica subyace el argumento general de diversificar las fuentes de financiación para evitar la repetición de episodios de estrangulamiento financiero como el vivido a raíz de la crisis de 2008.

Como primer gran matiz a este entorno de mayor participación de la empresa no financiera en el mercado de capitales, es importante destacar que esta es una alternativa solo accesible a las grandes empresas, y no para las pymes. Son las primeras las que gozan de una estructura que les permite llevar a cabo las gestiones administrativas y de transparencia que se requieren, además de ser las que tienen unas necesidades de financiación ajustadas a los volúmenes de emisión que normalmente se realizan en el mercado (250 millones de euros como referencia mínima).

También son las grandes empresas las que tienen una mayor capacidad para absorber los costes fijos que toda emisión supone, con lo que el coste promedio para ellas disminuye<sup>1</sup>. Para aliviar este matiz muchos países, entre ellos España, han puesto en marcha mercados alternativos de renta

---

*Se ha producido un cambio estructural en las condiciones de financiación a favor de los mercados de capitales. Las empresas grandes están reduciendo su gran dependencia con la banca, pero la pequeña empresa seguirá siendo dependiente de la financiación tradicional.*

---

fija para permitir que empresas de dimensión mediana puedan acceder también al mercado de capitales. La pequeña empresa, sin embargo, seguirá siendo dependiente de la financiación bancaria, ya que su estructura no le permite afrontar emisiones en cualquiera de los dos mercados mencionados.

Por esta razón resulta crítico el desarrollo del mercado de capitales, puesto que permite dar cobertura a las necesidades de financiación de medianas y grandes empresas, y da margen a las entidades financieras para dar respuesta a la demanda de fondos por parte de las pequeñas empresas.

Una vez hecho este matiz, detallamos los factores que han impulsado la dinámica de emisión de deuda en los mercados de capitales por parte, principalmente, de grandes empresas, y en menor medida, y a través de sistemas multilaterales de negociación, de medianas empresas:

- **Acceso a fuentes de financiación con esquemas de amortización a vencimiento, y a plazos generalmente más largos,** que contrastan con el sesgo de corto plazo de

<sup>1</sup> En el caso de las pymes, hay una clara falta de información y de calificaciones externas sobre su solvencia, hecho que tiende a encarecer la financiación externa y provoca que las empresas de menor tamaño acudan mayoritariamente a la financiación bancaria.

la financiación bancaria, dominada a su vez por los esquemas amortizantes. Estas características han movido a las empresas a optar por la emisión de deuda aun cuando el coste pudiera ser superior al registrado en el canal bancario tradicional.

- **El refuerzo de los requerimientos regulatorios de la banca europea.**
- **El saneamiento de las cuentas públicas en la mayor parte de economías de la zona del euro,** que ha permitido una reducción de los costes de financiación del sector público en el mercado de capitales. Esta reducción ha aliviado de forma substancial el efecto *crowding out* observado entre 2009 y 2011, facilitando a la empresa acceder a condiciones más favorables de financiación en el mercado.
- **La búsqueda de alternativas de inversión en un entorno de tipos de interés singularmente bajos en los activos libres de riesgo,** motivado por la política monetaria expansiva de los bancos centrales y, en concreto, el Banco Central Europeo (BCE).

- **La mayor confianza de los agentes, derivada de la mejora cíclica de la zona del euro y la solidez económica de Estados Unidos.**

Como consecuencia, se observa una lenta corrección de los elevados niveles de dependencia de la financiación bancaria que el mercado europeo ofrecía en el ejercicio 2008. El peso representado por la financiación no bancaria en Europa ha aumentado en 8 puntos porcentuales hasta situarse en el entorno del 20% en la actualidad, frente al 12% que registraba en 2008. Existe mucho camino por recorrer, especialmente si se contrasta este porcentaje con el que registra EE.UU., una economía en la que el peso del mercado de capitales en la financiación del sector privado se situaba en el 60% en 2008, y que en la actualidad incluso se ha incrementado hasta niveles del 75%.

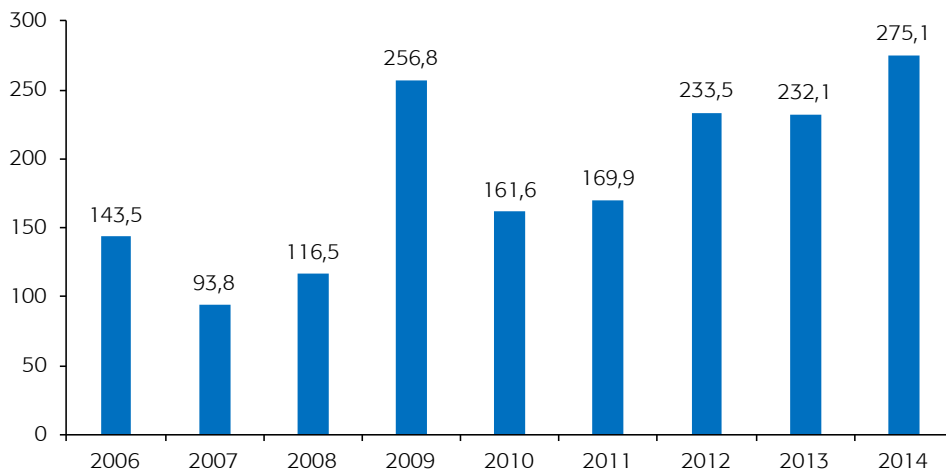
## Tendencias en Europa

Como previamente se ha mencionado, el programa de compra masiva de deuda pública implementado por el BCE ha multiplicado el apetito por los bonos corporativos. El efecto depresor que el

Gráfico 1

### Volumen de emisiones de deuda de empresas y entidades financieras en Europa

(miles de millones de euros)



Fuentes: Banco de España, Dealogic, Afi.

*Quantitative Easing* ha tenido sobre las rentabilidades de los bonos emitidos por Estados soberanos ha incrementado el atractivo relativo de las emisiones del sector privado. Con todo, hemos asistido a un aumento del volumen de emisión de los bonos corporativos en euros de un 64% interanual en el primer trimestre de 2015, así como a un aumento de las duraciones a las que se emiten estos bonos.

Así, en el primer trimestre de 2015 el mercado europeo ha alcanzado el máximo volumen de emisión de la serie histórica. En el marco general de esta dinámica se observan dos tendencias muy importantes: el incremento de la emisión de EMTN (*Euro Medium Term Notes*) y la irrupción de los *reverse yankee bonds*.

#### *Euro Medium Term Notes*

Las grandes emisiones de empresas como Gas Natural, Iberdrola o Telefónica se han realizado mediante programas EMTN, consistente en la emisión de bonos de empresas multinacionales fuera de su país a través del "euromercado" de forma continuada (programa), lo cual implica unos menores costes que una emisión mayor realizada de una sola vez.

Gracias a estos programas, las entidades se benefician de unas exigencias de emisión mucho más laxas y en un período de tiempo inferior, además de su mayor liquidez.

#### *Reverse Yankee Bonds*

Al movimiento tradicional de empresas europeas hacia el mercado americano al que numerosos emisores europeos han acudido para captar financiación en dólares (*yankee bonds*), le acompaña ahora uno de sentido contrario, que ha crecido significativamente en el último año, y que es el de compañías estadounidenses que realizan emisiones en euros en los mercados europeos.

Así, estimamos que en lo que llevamos de 2015 el importe de los bonos de empresas

estadounidenses en euros triplica los niveles del ejercicio anterior, y son numerosas las grandes corporaciones americanas que, por primera vez, han captado financiación en los mercados europeos. Estas emisiones se están conociendo como *reverse yankees*, una denominación que simboliza el sentido contrario del proceso tradicional de financiación.

Cuadro 1

### Volumen de emisiones de deuda de empresas y entidades financieras de Estados Unidos en euros

(millones de euros)

|          | <i>Emisiones de empresas y sector financiero de EE.UU.</i> |          | <i>Emisiones de empresas de EE.UU. (sin sector financiero)</i> |
|----------|--|----------|--|
| 2014     | 72.173   | 2014     | 37.218   |
| 2015 (*) | 57.944   | 2015 (*) | 39.463   |

Nota: (\*) datos hasta mayo de 2015.

Fuente: Bloomberg, Afi.

Uno de los factores que explica este movimiento es el aprovechamiento de los tipos de interés en niveles mínimos históricos en Europa, por debajo de los registrados en Estados Unidos. Las perspectivas económicas de ambas áreas y las medidas adoptadas por los responsables de política monetaria apuntan a que este diferencial de

*A las tradicionales emisiones de deuda de empresas europeas en dólares, se suma ahora una nueva corriente en sentido contrario (corporaciones americanas que emiten deuda en euros) que recibe el nombre de reverse yankees.*

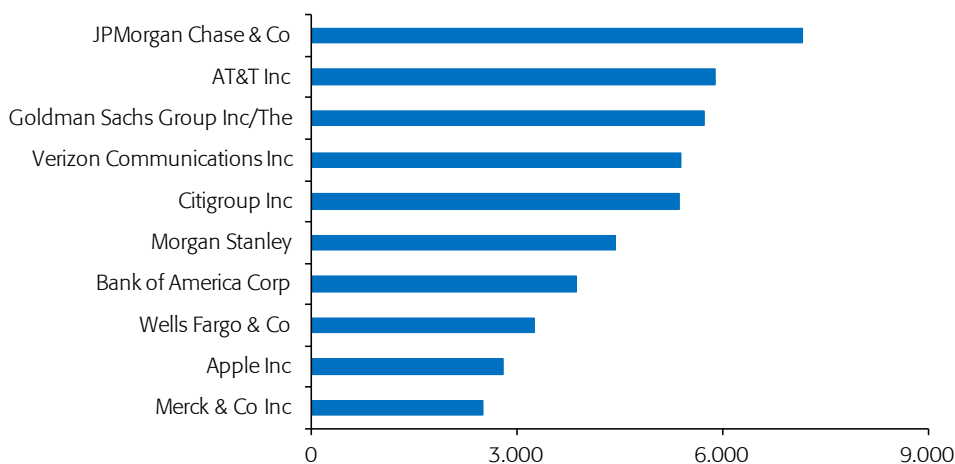
tipos se prolongará en el tiempo, y que incluso podría amplificarse en la parte final de 2015 y primer semestre de 2016. El atractivo de las emisiones en euros es por lo tanto un factor que puede tener un peso muy marcado en la dinámica del mercado de capitales durante los próximos doce meses.

Ligado con lo anterior, los emisores estadounidenses están encajando su política de financia-

Gráfico 2

**Emisores de deuda de empresas y entidades financieras de Estados Unidos en euros, enero–mayo 2015**

(millones de euros)



Fuente: Bloomberg, Afi.

ción en euros dentro de su estrategia de gestión del riesgo cambiario, altamente relevante en el contexto actual de apreciación del dólar. La captación de recursos en euros en compañías con negocios en Europa permite una cobertura natural del riesgo cambiario, pues el repago de la deuda se realiza en la misma divisa en la que se generan los ingresos. Asimismo, en la medida en que las compañías tengan previsiones de continuidad en la apreciación del dólar, el coste efectivo de la financiación puede abarataarse, pues el servicio de la deuda en dólares se reduciría.

Para el mercado europeo la llegada de emisores estadounidenses es, sin duda, una buena noticia. Por un lado, permite aumentar el tamaño y la liquidez de los mercados de deuda, que es uno de los objetivos perseguidos en el proceso de desintermediación bancaria. Y, por otro, ofrece a los inversores en euros un producto con el que diversificar sus carteras y acceder a emisores de alta calidad crediticia y con exposición a otras geografías. En definitiva, y aunque las colocaciones en dólares de emisores europeos continuarán siendo preponderantes en el mercado, el aumento del flujo en sentido contrario pone de manifiesto una mayor apertura del mercado de capitales europeo

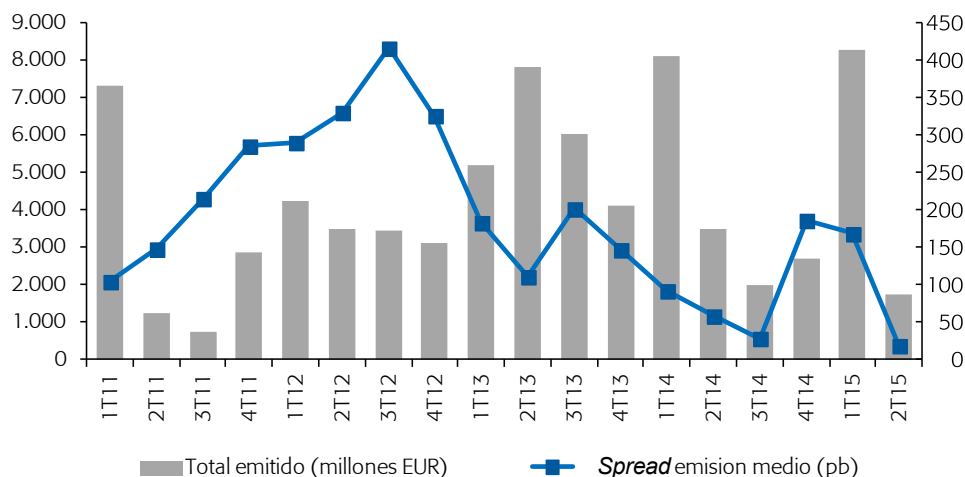
que ha de ser necesariamente bienvenida como un elemento de desintermediación financiera a nivel global.

**Tendencias observadas en España**

La evolución observada en el mercado de capitales a nivel europeo ha encontrado réplica en el mercado español, muy afectado entre 2008 y 2011 por el impacto del deterioro de las cuentas públicas. Este deterioro, junto con la desconfianza de los inversores en la sostenibilidad de la zona del euro, motivó un aumento sin precedentes del coste de financiación del sector público que prácticamente expulsó del mercado a los emisores privados, no solo por el coste que debían soportar, sino también por la ausencia de oferta de fondos.

El buen comportamiento del mercado de renta fija en España se ha manifestado en: i) la caída de la TIR media, desde niveles del 6,3% en 2011 a niveles del 2,4% en el segundo trimestre de 2015 (lo que supone una caída en términos acumulados del 62,4%) y ii) el crecimiento del volumen de emisión (+42,3% acumulado entre el segundo trimestre de 2011 y el segundo trimestre

Gráfico 3

**Total emitido (millones de euros) y *spread* medio en emisión (puntos básicos)**

Fuentes: Banco de España, Bloomberg, Afi.

de 2015). El aumento del volumen de emisión de deuda corporativa contrasta con el retroceso registrado en la concesión de préstamos a grandes empresas, que se ha contraído un 37,3% entre 2011 y abril de 2015.

Como apuntábamos en la introducción, gran parte de la explicación del buen comportamiento del mercado de deuda corporativa reside en la vinculación que esta tiene con la deuda pública, dado

*La fuerte expansión del mercado de deuda corporativa en España se ha visto fomentada por: i) la reducción de los tipos de interés oficiales, derivada de la actuación del BCE, ii) la caída de la prima de riesgo española y iii) la mejora de las cuentas de las empresas no financieras.*

que los tipos de financiación de las empresas no son sino la suma de los tipos de interés oficiales más el diferencial aplicado en función de la calidad crediticia de la compañía.

En este contexto, teniendo un *spread* medio de emisión de 142 puntos básicos (pb) y una vida media de 12,4 años en 2015, la TIR exigida

ha sido de un 2,4%, cuando en 2011, para un *spread* similar y una vida media de 6,1 años, la TIR exigida era del 6,3%. Además de la consolidación de las expectativas de recuperación económica, traducidas en aumento de la rentabilidad y solvencia de las empresas, es incuestionable el efecto tan positivo que la reducción de la prima de riesgo de la economía española ha tenido en la apertura del mercado de capitales, al caer de 630 pb a 115 pb en la actualidad.

Este apetito inversor por la deuda corporativa ha fomentado que a los emisores habituales se les hayan unido nuevas compañías, no necesariamente cotizadas, como es el caso de El Corte Inglés, que por primera vez emitió este tipo de deuda a finales de 2014, o de empresas públicas como Adif o Canal de Isabel II. De la misma manera, ha permitido alargar los plazos, además de posibilitar incluso emisiones sin *rating* (tómese como ejemplo ACS, que emitió un bono sin *rating* por importe de 500 millones de euros a cinco años con una TIR del 2,7%).

Adicionalmente, es destacable el papel que está jugando el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) en el fomento del mercado de renta fija. En su primer año de creación, admitió a negociación

Cuadro 2

**Evolución de las características de las emisiones de deuda en España**

|                             | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | Promedio |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| Volumen (millones de euros) | 12.125 | 10.800 | 23.161 | 16.317 | 10.025 | 72.428   |
| Vida media (años)           | 6,07   | 6,15   | 7,15   | 7,84   | 12,41  | 7,72     |
| TIR media (%)               | 6,28   | 4,73   | 3,36   | 3,06   | 2,36   | 3,92     |
| Spread medio (pb)           | 157,91 | 340,42 | 156,74 | 92,32  | 141,97 | 167,77   |

Fuente: Bloomberg, Afi.

Cuadro 3

**Volumen de emisiones de deuda por tipo de agente**

(miles de millones de euros)

| Emisión   | Entidad emisora            | Sector                    | Vencimiento | Saldo en emisión | Spread | TIR | Rating |
|-----------|----------------------------|---------------------------|-------------|------------------|--------|-----|--------|
| 14-ene-15 | ARCELORMITTAL              | Siderurgia                | 14-ene-22   | 750              | 265,00 | 3   | BB+    |
| 21-ene-15 | GAS NATURAL FENOSA FINAN   | Electricidad              | 21-ene-25   | 500              | 75,00  | 1   | BBB    |
| 27-ene-15 | IBERDROLA INTL BV          | Electricidad              | 27-ene-23   | 600              | 65,00  | 1   | BBB+   |
| 28-ene-15 | ADIF ALTA VELOCIDAD        | Transporte                | 28-ene-25   | 1.000            | 119,40 | 2   | BBB    |
| 6-feb-15  | ENAGAS FINANCIACIONES S.A. | Gas                       | 6-feb-25    | 600              | 65,00  | 1   | A-     |
| 19-ene-15 | HIPERCOR SA                | Comercio                  | 19-ene-22   | 600              | -      | 3   | NR     |
| 26-feb-15 | CANAL ISABEL II GESTION    | Agua                      | 26-feb-25   | 500              | 98,00  | 2   | BBB    |
| 13-mar-15 | CAMPOFRIO FOOD GROUP S.A.  | Alimentación              | 15-mar-22   | 500              | -      | 0   | BB-    |
| 25-mar-15 | ENAGAS FINANCIACIONES S.A. | Gas                       | 25-mar-23   | 400              | 53,00  | 1   | NR     |
| 1-abr-15  | ACS ACTIVIDADES CONS Y S.  | Ingeniería y construcción | 1-abr-20    | 500              | 271,70 | 3   | NR     |
| 31-mar-15 | OBRASCÓN HUARTE LAIN S.A.  | Ingeniería y construcción | 15-mar-23   | 325              | -      | 6   | B+     |
| 25-mar-15 | REPSOL INTL FINANCE        | Hidrocarburos             |             | 1.000            | 356,00 | 4   | BB+    |
| 25-mar-15 | REPSOL INTL FINANCE        | Hidrocarburos             | 25-mar-75   | 1.000            | 395,00 | 5   | BB+    |
| 24-abr-15 | RED ELÉCTRICA FIN SA UNI   | Electricidad              | 24-abr-25   | 500              | 65,00  | 1   | BBB+   |
| 5-jun-15  | INMOBILIARIA COLONIAL S.A. | Inmobiliarias             | 5-jun-19    | 750              | -      | 2   | BBB-   |
| 5-jun-15  | INMOBILIARIA COLONIAL S.A. | Inmobiliarias             | 5-jun-23    | 500              | -      | 0   | BBB-   |

Fuente: Bloomberg, Afi.

un total de 231 millones de euros en bonos y obligaciones<sup>2</sup> y dos programas de pagarés por valor de 130 millones de euros. Gracias al MARF, se ha mejorado el acceso directo a ciertos recursos financieros por parte de las empresas que por sus circunstancias particulares no podían acceder a los mercados secundarios oficiales (véase el caso de las empresas de mediano tamaño). Las condiciones de acceso son, por tanto, más flexibles y

menos costosas que las exigidas en los mercados secundarios oficiales, como la AIAF.

**Perspectivas y conclusiones**

El mercado de renta fija corporativa ha experimentado un fuerte dinamismo en los últimos meses tanto a nivel europeo como español, rom-

<sup>2</sup> Tamaño medio de las emisiones: 42,5 millones de euros.

piendo parcialmente la dependencia tradicional que la empresa no financiera tiene de la financiación bancaria en el mercado de Europa continental.

A pesar de esta tendencia, las diferencias estructurales entre el mercado de financiación de las economías anglosajonas y las europeas se mantienen, toda vez que el peso que la financiación no bancaria representa en el fondeo de empresas no financieras en Europa continental se sitúa aún en el 20%, muy alejado de los niveles del 80% que registra, por ejemplo en EE.UU. Existe margen, por lo tanto, para que la captación de recursos ajenos en los mercados gane peso en Europa.

En este sentido, la consolidación del proceso de diversificación afecta especialmente a la empresa grande y mediana, toda vez que la pequeña empresa tiene condicionantes estructurales que impiden su acceso a los mercados de capitales y a los mercados alternativos de renta fija. No obstante, la apertura del mercado de renta fija no solo es beneficiosa para la gran empresa, permitiendo una mayor protección ante eventuales episodios de inestabilidad en el sistema bancario, sino que también es importante para la pequeña empresa, puesto que las entidades financieras podrán destinar una mayor oferta de fondos a cubrir sus necesidades de recursos.