

LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS EN LOS MERCADOS DE BONOS

Entre 2006 y 2015 la caída del crédito bancario ha sido muy pronunciada y la financiación vía mercados de capitales con instrumentos de deuda ha aumentado, aunque se encuentra aún en niveles reducidos. Este trabajo proporciona una visión general sobre las características de las emisiones de bonos corporativos por parte de empresas españolas, así como las condiciones financieras de estas empresas.

ALBERTO FUERTES Y JOSE MARIA SERENA (I)
BANCO DE ESPAÑA

(I) Las opiniones y análisis que aparecen en este artículo son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema. Los autores agradecen los comentarios de Angel Estrada y Jose Manuel Marqués.

CONTEXTO Y EVOLUCIÓN RECIENTE

La crisis financiera global ha provocado profundas transformaciones en el sistema financiero, condicionando tanto el marco regulatorio como la política monetaria⁽²⁾. En este contexto, la financiación de las empresas no financieras ha experimentado importantes cambios, siendo el incremento de la captación de fondos vía mercados de capitales una de las características más reseñables. Este fenómeno se puede observar de un modo muy claro en el caso de las empresas de países emergentes (Fuertes y Serena (2014), (2015)), que se han visto beneficiadas por unas mejores condiciones de financiación en un contexto de menor aversión al riesgo y de búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores, aunque se extiende también a las economías desarrolladas. Así, este mayor peso de la financiación vía mercados experimentado tras la crisis financiera global se enmarca en un contexto de condiciones monetarias más laxas, con reducidos tipos de interés, y de desapalancamiento del sector bancario (Ayala et al. (2015), Feyen et al. (2015), Ceballos et al. (2010).

Los mercados de capitales constituyen una fuente de financiación alternativa a la proporcionada por el sector bancario, de manera que el acceso a este tipo de mercados puede permitir el funcionamiento normal de la actividad de la empresa en periodos en los que el sector bancario no es capaz de satisfacer toda la demanda de crédito. Así, la existencia de diversas fuentes de financiación ayudaría a prevenir la interrupción de los proyectos de inversión y el normal desarrollo y crecimiento de la actividad corporativa.

La importancia de que existan mercados profundos y fuentes de financiación diversas se ha puesto de manifiesto en diferentes periodos, sobre todo en aquellos en los que se ha visto más afectado el sector bancario (Greenspan 1999). Así, tras la crisis Asiática de finales de los 90 se fomentó por parte de las autoridades de

estos países el desarrollo de mercados de capital domésticos que sirviesen como fuente de financiación complementaria al sector bancario. No obstante, el proceso de endeudamiento en mercados de capitales también puede entrañar riesgos, que podrían quedar ocultos en los análisis habituales por la sofisticación en la forma de estructurar las emisiones (Shin (2013), Turner (2013).

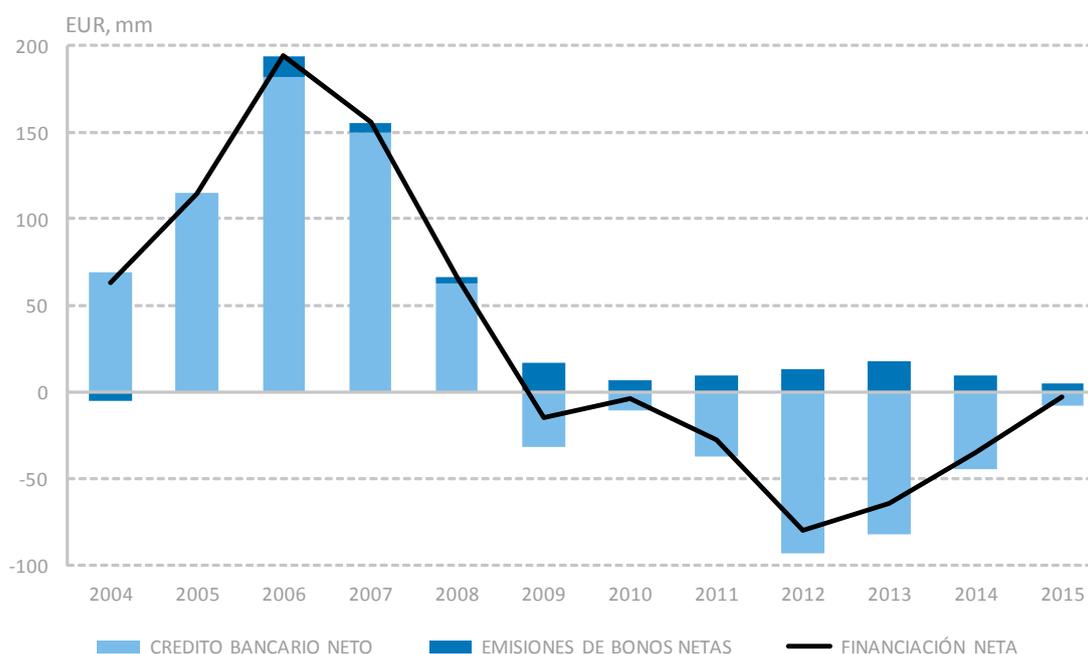
La financiación de las empresas no financieras en Europa ha estado dominada tradicionalmente por el sector bancario, de manera que la crisis que ha afectado a este sector en los últimos años ha podido limitar el acceso al crédito al sector corporativo. En EEUU sin embargo, las empresas han acudido históricamente a los mercados de capitales en mayor medida, lo que ha permitido que los flujos de financiación neta se hayan mantenido en niveles elevados en los últimos años⁽³⁾.

En el caso de las empresas españolas, que habían aumentado su endeudamiento notablemente antes de la crisis, la caída del crédito bancario ha sido muy pronunciada, y la financiación vía mercados de capitales, pese a haber aumentado, aun se encuentra en niveles reducidos (véase **gráfico 1**). Este trabajo pretende proporcionar una visión general sobre las características de las emisiones de bonos corporativos por parte de empresas españolas, así como las condiciones financieras de estas empresas.

(2) Se ha introducido nueva regulación a nivel global (por ejemplo todo el marco regulatorio de Basilea III) en el sector bancario, tendente a aumentar su capitalización y reducir su nivel de riesgo. Por otro lado la política monetaria expansiva ha incrementado la liquidez global y reducido los tipos de interés.

(3) Además, el crédito bancario en EEUU se ha recuperado desde el año 2011, contribuyendo también de un modo determinante a la financiación del sector corporativo no financiero.

GRÁFICO 1 - FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Fuente: BCE, Bloomberg, elaboración propia.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES

En primer lugar, es relevante entender que la cuantificación del volumen total de bonos corporativos emitidos por las empresas de un país presenta diversos problemas debido a los diferentes métodos utilizados a la hora de estructurar las emisiones. El criterio que nosotros utilizamos para contabilizar las emisiones corporativas en un país va a ser diferente al de nacionalidad o residencia. Se incluirán aquellas emisiones que son garantizadas por empresas domiciliadas en el país de análisis, en este caso España, independientemente del país de domicilio de la entidad emisora (véase apéndice y Fuertes and Serena (2015).

Siguiendo este criterio, cabe destacar que el volumen total de emisiones se incrementó considerablemente a partir del año 2009, en línea con la tendencia global de una mayor financiación vía mercados de capitales tras la crisis financiera. Así, el volumen anual medio emitido pasó de 10.680 millones de dólares durante el periodo 2000-2008 a 27.429 millones de dólares durante el periodo 2009-2015. El máximo histórico de emisiones se alcanzó en el año 2013 con un volumen total de 38.086 millones de dólares. También destaca que un volumen cercano al 40% del total de las emisiones se realizó

fuera de España por medio de vehículos financieros establecidos en Holanda, Irlanda y Luxemburgo (véase apéndice).

La **tabla 1** muestra el número de empresas emisoras, el número de emisiones y el volumen total emitido para cada año. Cabe destacar en primer lugar el incremento en el número de empresas emisoras durante los tres últimos años. En el año 2013 fueron 30 empresas las que emitieron bonos corporativos, mientras que el año anterior únicamente lo hicieron 15. Esto es síntoma de un mayor acceso a los mercados de capitales por parte del sector corporativo no financiero, y la posibilidad para empresas sin historial previo en la emisión de bonos de acceder a este tipo de mercados. Es también relevante reseñar el reducido número de empresas que históricamente han utilizado los mercados de capitales como fuente de financiación, reduciéndose a tan solo 4 empresas en el año 2008. El acceso a estos mercados ha estado limitado a empresas de gran tamaño debido a los costes que implica la emisión de un bono (cumplimiento de requisitos regulatorios, comisiones del suscriptor del bono, etc...)⁽⁴⁾.

(4) En el año 2015 la mediana del número de empleados de las empresas activas en los mercados de capitales era de 24.000

TABLA 1 - EMISIONES DE BONOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS 2000-2015

Año	Número	Volumen (\$mm)	Volumen medio (\$mm)	Número de empresas
2000	63	15,78	0,25	11
2001	49	9,43	0,19	10
2002	33	4,47	0,14	11
2003	29	12,44	0,32	12
2004	17	3,76	0,22	12
2005	28	7,68	0,27	13
2006	41	22,51	0,55	13
2007	20	11,05	0,55	8
2008	17	8,98	0,53	4
2009	55	33,29	0,61	10
2010	38	21,52	0,57	16
2011	30	20,35	0,68	14
2012	43	24,27	0,56	15
2013	70	38,09	0,54	30
2014	65	30,00	0,46	39
2015	75	24,49	0,33	31
Total	683	288,13	0,42	96*

Fuente: Bloomberg, elaboración propia. * Número total de empresas emisoras.

Con respecto al tipo de bonos emitidos es importante analizar el mercado de emisión. Así por ejemplo, únicamente compañías con buena reputación pueden acceder a ciertos mercados. El **gráfico 2** presenta esta información desglosando el volumen total emitido en función de los distintos tipos de mercado.

El principal mercado utilizado es el de "Euro Medium-Term Notes" (Euro MTN). Los programas de financiación referidos como "Medium-Term Notes" (MTN) permiten a las empresas ofrecer bonos de un modo regular y continuado. Tradicionalmente, este tipo de valores tienen vencimientos de entre dos y cinco años aunque también se pueden utilizar para obtener financiación a más corto y largo plazo. Las MTN se suele utilizar por grandes empresas que tienen necesidad de obtener capital de un modo continuo y permite a las entidades emisoras ofrecer valores de deuda sin la necesidad de completar los requerimientos regulatorios y realizar el proceso de revisión cada vez que se emite un valor. Esto reduce los costes y el tiempo necesario para realizar la emisión.

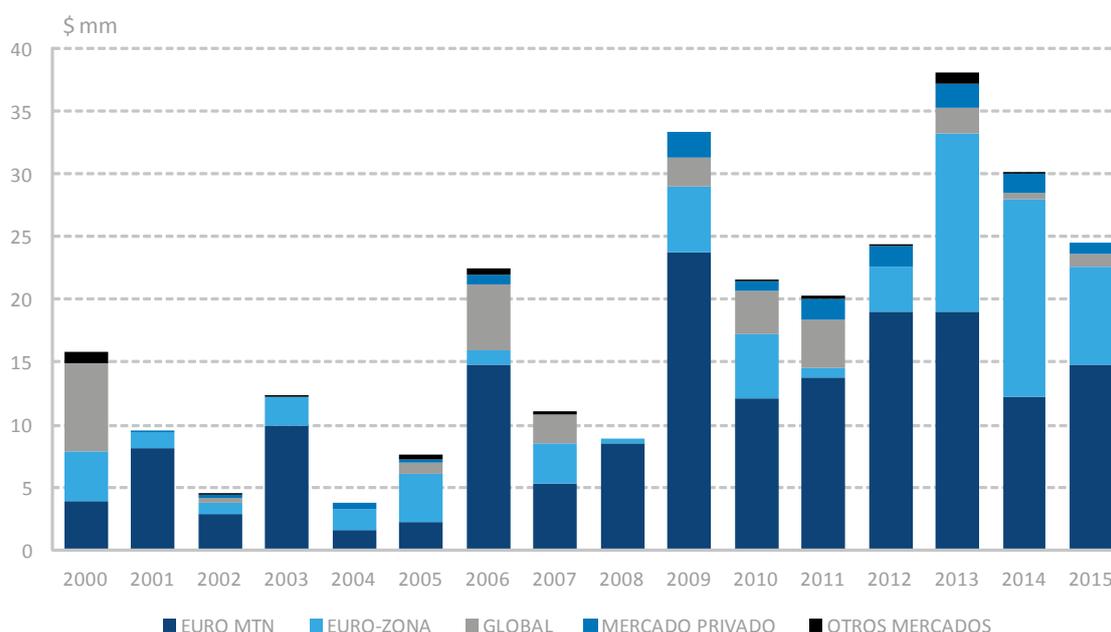
El mercado de Euro MTN se caracteriza por estar compuesto de emisiones realizadas en Europa. En el caso de las emisiones de empresas españolas, el mayor porcentaje de este tipo de emisiones sobre el total se alcanzó en el año 2008, cuando el 96% del

volumen fueron Euro MTN. Esto se pudo deber a que en un contexto de fuerte inestabilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, sólo aquellas empresas con historial emisor previo y que tenían disponibles programas de MTN fueron capaces de financiarse en los mercados. Si bien la mayoría de las emisiones de Euro MTN se realizan en euros (92%), también hay emisiones en otras monedas. El segundo mercado por volumen emitido es el de "Euro-Zona". En este caso se trataría de emisiones no pertenecientes a programas de MTN, que se realizan dentro de la zona euro y están denominadas en euros.

El siguiente mercado más importante por volumen de emisiones es el mercado Global, que consiste en emisiones de deuda que se realizan en varios mercados simultáneamente. Generalmente una parte se emite en el mercado doméstico de EE.UU. cumpliendo con los requerimientos regulatorios de la "Securities and Exchange Commission" (SEC). Estas emisiones se realizan cuando el volumen emitido es muy elevado y se quiere poder acceder a un mayor número de inversores. En el caso de las emisiones de empresas españolas este mercado se utiliza para obtener financiación en dólares ya que el 97% del volumen emitido se realiza en esta moneda.

La mayor parte de las emisiones se concentra en grandes empresas pero los beneficios de diversificar las fuentes de financiación son generalizados para la mayoría. La evolución del MARF muestra que la creación de mercados de bonos que reducen los costes de emisión para empresas de menor tamaño impulsa a los mercados de capitales como una verdadera alternativa de financiación al crédito bancario.

GRÁFICO 2 - VOLUMEN DE EMISIONES POR TIPO DE MERCADO



Fuente: Bloomberg

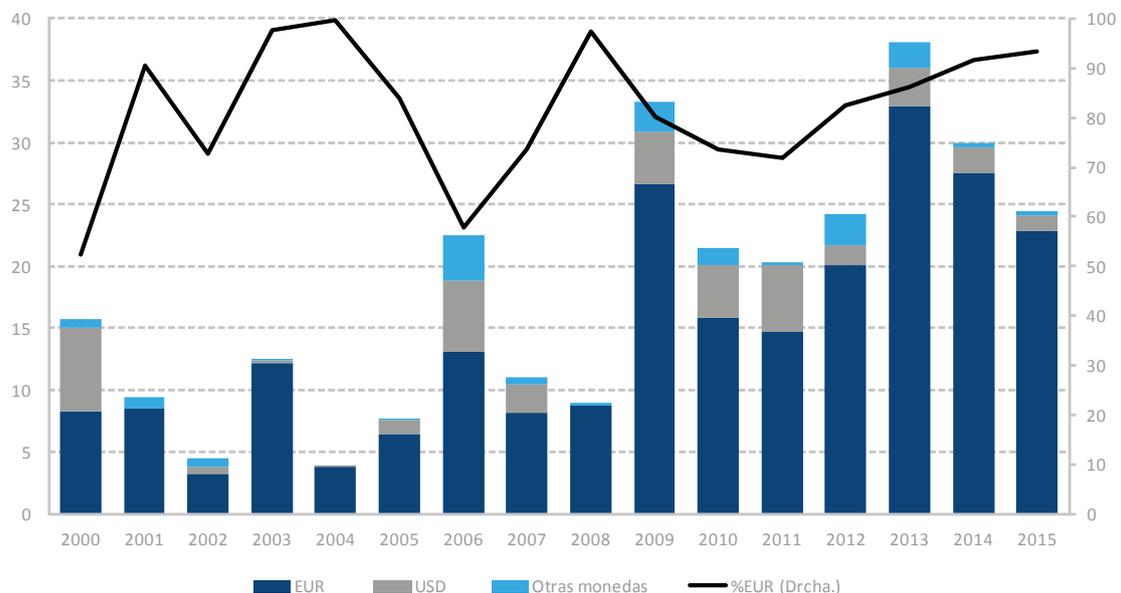
Por último, también cabe destacar las emisiones del mercado "privado". En este caso las colocaciones no son públicas y su funcionamiento tiene ciertas características que se asemejan a las de la concesión de un crédito bancario. Así por ejemplo, los inversores tienen cierta capacidad de influir en las características del bono e incluir cláusulas que les protejan. Este tipo de mercado está diseñado únicamente para inversores institucionales como fondos de pensiones y aseguradoras, no pudiendo acceder a él inversores minoristas. Las emisiones en el mercado privado presentan menores requisitos regulatorios de información del emisor, ya que se entiende que los inversores que acuden a él tienen capacidad suficiente para evaluar el riesgo de crédito de la empresa emisora. Las empresas españolas utilizan este tipo de emi-

siones principalmente para acceder al mercado privado americano regulado de acuerdo a la "US Rule 144A". Las emisiones son principalmente en dólares.

Como reflejo del tipo de mercado en el que mayoritariamente se realizan las emisiones (Euro MTN y Euro-Zona), la mayoría están denominadas en euros (80%). El **gráfico 3** presenta el volumen emitido en función de la moneda. Durante los últimos años se observa una tendencia creciente en el peso de las emisiones en euros, pasando de representar el 72% del total en 2011 al 93% en 2015. Esto puede estar condicionado por la caída de los costes de financiación en euros con respecto a la financiación en dólares debido a las divergencias de política monetaria.

Como principales características de las emisiones destaca que una parte importante del volumen emitido se realizó fuera de España por medio de vehículos financieros. Esta sofisticación en la forma de estructurar las emisiones hace que los criterios de residencia y nacionalidad puedan generar sesgos no deseados a la hora de contabilizar las emisiones.

GRÁFICO 3 - VOLUMEN DE EMISIONES POR MONEDA



Fuente: Bloomberg, elaboración propia.

SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS EMISORAS

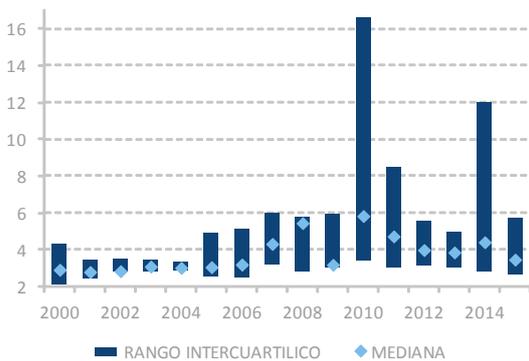
A nivel global, el aumento de la financiación vía mercados de capitales ha provocado ciertas dudas sobre la capacidad que las empresas emisoras puedan tener a la hora de refinanciar su deuda si el contexto financiero se deteriora. Este debate ha sido especialmente importante en el caso de las empresas de mercados emergentes, donde una depreciación de la moneda local y un aumento de los

costes de financiación en un entorno de subidas de tipos de interés en EE.UU. podría poner en dificultades a las empresas con peores condiciones financieras.

En el caso de las empresas emisoras españolas estos problemas parecen menos relevantes. En primer lugar la mayor parte de las emisiones se han realizado en moneda local (euros) con lo cual

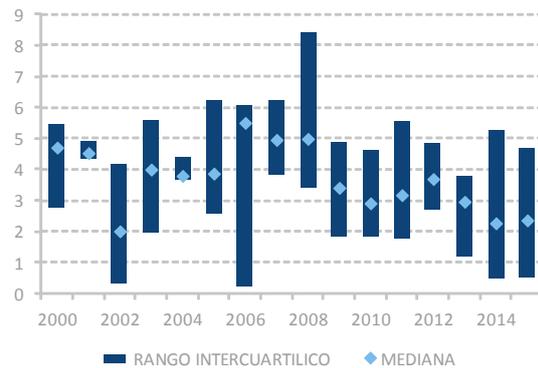
GRÁFICO 4 - ANÁLISIS DE HOJAS DE BALANCE Y CARACTERÍSTICAS DE BONOS*

APALANCAMIENTO



Apalancamiento: Se trata de una medida relativa sobre el volumen de deuda de una empresa. En este caso se define como el ratio de activos totales sobre el capital común.

RENTABILIDAD DE ACTIVOS



Rentabilidad de activos: Es un indicador que valora la capacidad de una empresa en generar beneficios dado su nivel de activos. Se define como el ratio de ingresos netos sobre el total de activos.

RATIO DE COBERTURA DE INTERESES



Ratio de cobertura de intereses: Este indicador valora si la empresa es capaz de cubrir el pago de intereses con los beneficios que genera. Se define como el ratio de beneficios antes de intereses e impuestos sobre los gastos de intereses de la deuda.

RATIO CORRIENTE



Ratio corriente: Es un indicador que valora la liquidez de una empresa y ésta tiene suficientes activos líquidos para afrontar los vencimientos de la deuda que son más inmediatos. Se define como el ratio de activos liquidables en un periodo menor a un año sobre las deudas con vencimiento menor a un año.

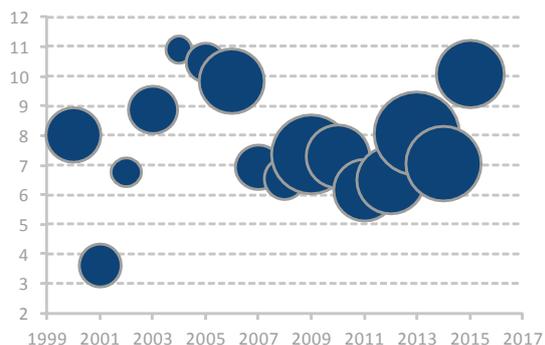
CUPÓN



Fuente: Bloomberg, elaboración propia. La muestra se compone de empresas españolas activas en los mercados de bonos en cada año del periodo 2000-2015. La información sobre bonos (cupón y vencimiento) incluye todas las emisiones de bonos garantizadas por empresas españolas en cada año de la muestra.

Rango Intercuartílico: Es la diferencia entre el tercer cuartil (valor debajo de el cual se encuentra el 75% de las observaciones de la muestra) y el primer cuartil (valor debajo de el cual se encuentra el 25% de las observaciones de la muestra). La mediana es el segundo cuartil, valor debajo de el cual se encuentra el 50% de las observaciones de la muestra.

VENCIMIENTO MEDIO* (AÑOS)



*El área de los círculos representa el volumen total emitido.

el riesgo de tipo de cambio es reducido. Por otro lado los vencimientos de las emisiones se han incrementado en los últimos años de manera que las necesidades de refinanciación se presentan a más largo plazo. Por último, el ciclo de política monetaria en la zona euro es expansivo de manera que se espera un contexto de bajos tipos de interés por un tiempo prolongado, de manera que el incremento de los costes de financiación es menos probable. Además, el BCE ha comenzado a implementar en junio por primera vez un programa de compras de bonos corporativos⁽⁵⁾ de modo que los costes de financiación pueden reducirse aún más. Esta evolución ya está provocando el aumento de emisiones de empresas americanas en euros ("reverse yankees") para aprovechar los bajos tipos de interés de la zona euro con respecto a los de EE.UU.

Pese a estos condicionantes, las empresas españolas presentan importantes necesidades de refinanciación en los próximos años, acumulando durante el periodo 2016-2018 el vencimiento del 40% del total de los saldos vivos de bonos, lo que supone un volumen de 70,7 miles de millones de dólares. Por ello es relevante un análisis sobre las condiciones financieras de las empresas emisoras, estudiando cómo han evolucionado en el tiempo ciertas variables financieras y su situación actual. El gráfico 4 presenta varios paneles que incluyen una serie de ratios financieros a lo largo del tiempo. Los

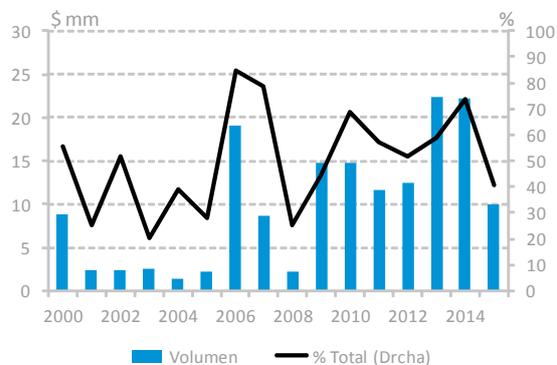
indicadores seleccionados incluyen el retorno de los activos (ROA); la cobertura de pago de intereses (ICR); el ratio de liquidez (CR), y el apalancamiento financiero.

En términos generales se observa un deterioro del ratio de cobertura de intereses, que se define como BAII (beneficio antes de intereses e impuestos)/gasto total por intereses, y del retorno de los activos. El ratio de cobertura de intereses valora si las empresas generan suficientes beneficios para afrontar el pago de los intereses de su deuda (si esto es así el valor es mayor que 1). Por su parte, el retorno de los activos muestra la capacidad de una empresa a generar beneficios dado su nivel de activos. La tendencia mostrada por estos dos indicadores se enmarca en el contexto de bajo crecimiento económico de los últimos años, lo que ha influido negativamente en la capacidad de generar de beneficios del sector corporativo. Sin embargo, pese al aumento de las emisiones de bonos, el nivel de apalancamiento ha decrecido tras el pico registrado en 2010, aunque mantiene niveles elevados en términos absolutos. Esto está en línea con la caída de la financiación bancaria que ha experimentado

(5) Los bonos corporativos elegibles deben de tener calidad crediticia de grado de inversión y estar denominados en euros. El volumen de compras no está determinado inicialmente, alcanzando el 16 de julio 16,2 miles de millones de euros.

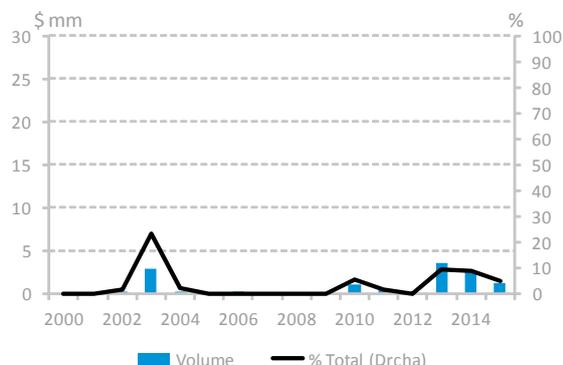
GRÁFICO 5 - RIESGO DE COLA. VOLUMEN EMITIDO POR EMPRESAS CON RATIOS FINANCIEROS MENOS FAVORABLES

EMPRESAS CON RATIO DE APALANCAMIENTO >4



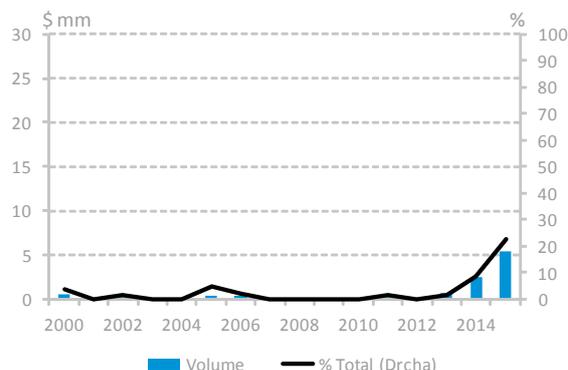
Apalancamiento: Se trata de una medida relativa sobre el volumen de deuda de una empresa. En este caso se define como el ratio de activos totales sobre el capital común.

EMPRESAS CON RETORNO DE ACTIVOS <0



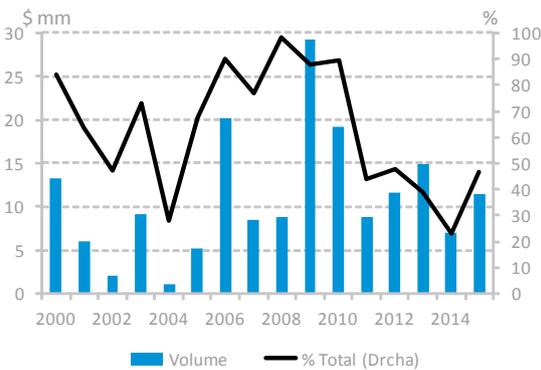
Rentabilidad de activos: Es un indicador que valora la capacidad de una empresa en generar beneficios dado su nivel de activos. Se define como el ratio de ingresos netos sobre el total de activos.

EMPRESAS CON ICR <1



Ratio de cobertura de intereses: Este indicador valora si la empresa es capaz de cubrir el pago de intereses con los beneficios que genera. Se define como el ratio de beneficios antes de intereses e impuestos sobre los gastos de intereses de la deuda.

EMPRESAS CON CR <1



Ratio corriente: Es un indicador que valora la liquidez de una empresa y ésta tiene suficientes activos líquidos para afrontar los vencimientos de la deuda que son más inmediatos. Se define como el ratio de activos liquidables en un periodo menor a un año sobre las deudas con vencimiento menor a un año.

Fuente: Bloomberg, elaboración propia. La muestra se compone de empresas españolas activas en los mercados de bonos en cada año del periodo 2000-2015.

el sector corporativo tras la crisis financiera global. El ratio corriente, que es una medida de la liquidez de las empresas (activos líquidos/pasivos líquidos) también ha mejorado.

Por último, en los dos paneles inferiores se muestra la evolución de las condiciones de financiación de las empresas. Destaca la reducción en los cupones de los bonos registrada en los tres últimos años, así como el aumento de los plazos de emisión.

El análisis de estas tendencias generales puede esconder nichos de riesgo que se podrían identificar en un estudio más desagregado. Esto puede ser especialmente importante cuando la dispersión en las condiciones financieras de las empresas es elevada, como se observa en los amplios rangos intercuantílicos de algunas variables en determinados años. Por ello, hemos utilizado un criterio de análisis en términos absolutos para identificar aquellas empresas con ratios financieros menos favorables⁽⁶⁾. El **gráfico 5** presenta el volumen de bonos emitidos por estas empresas y su porcentaje sobre el total de emisiones.

Las emisiones realizadas por empresas con un nivel de apalancamiento mayor alcanzan un volumen importante, en especial durante los años 2013 y 2014. Además, las empresas con menor liquidez (CR<1) también han emitido un volumen relevante de bo-

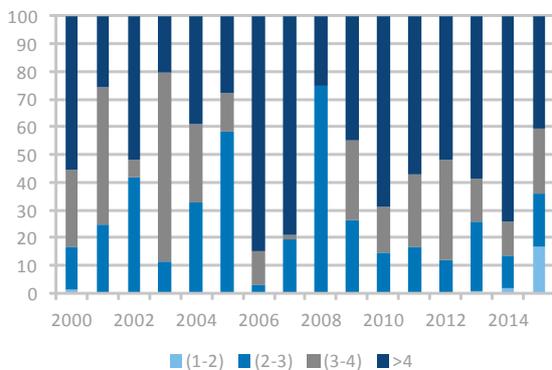
nos. Sin embargo, el volumen de emisiones realizadas por empresas con rentabilidad de activos negativa o ratios de cobertura de interese menores que uno han sido reducidas. Esto es relevante ya que pese al deterioro de estos dos indicadores a lo largo del tiempo que se observa en el **gráfico 4**, las emisiones han sido realizadas mayoritariamente por empresas con retorno de activos positivos y capaces de cubrir sus pagos de intereses con los beneficios.

El **gráfico 5** apunta a que las empresas con ROA<0 y ICR<1 tienen dificultades en el acceso a los mercados de capitales. Sin embargo un apalancamiento elevado no parece tener tanta relevancia a la hora de emitir bonos. Cabe tener en cuenta que un nivel de apalancamiento mayor puede también ser síntoma de una mayor capaci-

(6) Los valores absolutos (thresholds) para definir la situación menos favorable en cada una de las dimensiones se toman del "Regional Economic Outlook: Asia and Pacific", FMI (2014). Estos valores son intuitivos en todos los casos salvo para el nivel de apalancamiento. Así, un ROA<0 implica no obtener beneficios, un ICR<1 supone que los beneficios no son suficientes para afrontar el pago de intereses y un CR<1 implica que los pasivos que vencen en un corto periodo de tiempo son mayores que los activos líquidos. En el caso del ratio de apalancamiento el criterio es menos claro.

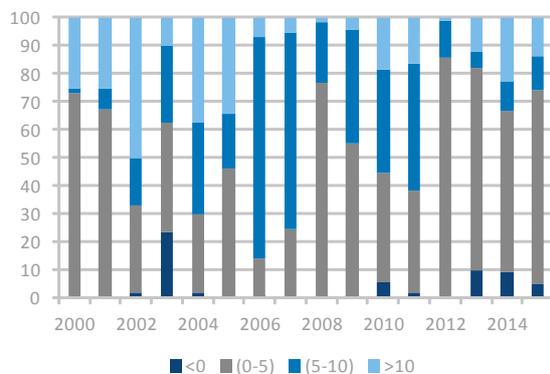
GRÁFICO 6 - DISTRIBUCIÓN DE EMISIONES EN FUNCIÓN DE LA CALIDAD DE RATIOS FINANCIEROS

APALANCAMIENTO



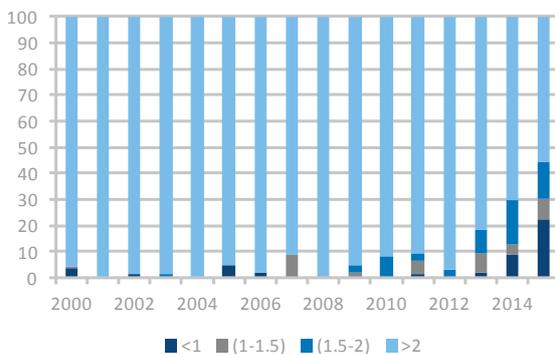
Apalancamiento: Se trata de una medida relativa sobre el volumen de deuda de una empresa. En este caso se define como el ratio de activos totales sobre el capital común.

RETORNO DE ACTIVOS



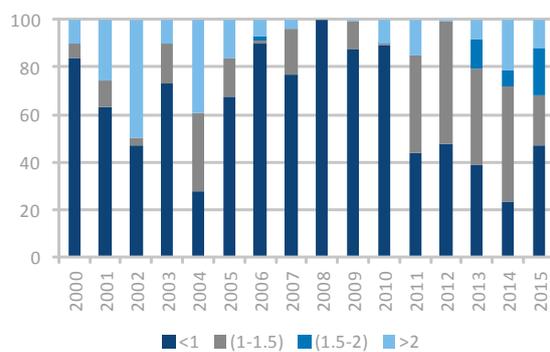
Rentabilidad de activos: Es un indicador que valora la capacidad de una empresa a generar beneficios dado su nivel de activos. Se define como el ratio de ingresos netos sobre el total de activos.

RATIO DE COBERTURA DE INTERESES



Ratio de cobertura de intereses: Este indicador valora si la empresa es capaz de cubrir el pago de intereses con los beneficios que genera. Se define como el ratio de beneficios antes de interes e impuestos sobre los gastos de intereses de la deuda.

RATIO CORRIENTE



Ratio corriente: Es un indicador que valora la liquidez de una empresa y ésta tiene suficientes activos líquidos para afrontar los vencimientos de la deuda que son más inmediatos. Se define como el ratio de activos liquidables en un periodo menor a un años sobre las deudas con vencimiento menor a un año.

Fuente: Bloomberg, elaboración propia. La muestra se compone de empresas españolas activas en los mercados de bonos en cada año del periodo 2000-2015.

dad de acceso al crédito y buena reputación como prestatario. Para finalizar, el **gráfico 6** presenta la proporción de emisiones realizada por las empresas agrupadas en función de los diferentes valores de los ratios financieros analizados. Así por ejemplo, el panel referido al apalancamiento muestra como en el año 2015 algo menos del 20% de las emisiones de bonos fueron realizadas por empresas con ratios de apalancamiento reducidos (1-2). En el caso de la información referida al retorno de los activos, en el año 2015, sólo un 5% de las emisiones fueron realizadas por empresas con un ROA < 0. En línea con lo observado en el gráfico 5, hay un importante volumen de emisiones realizadas por empresas con ratios de apalancamiento mayores de 4

y de liquidez reducida, mientras que las empresas con baja rentabilidad de sus activos y dificultades para cubrir el pago de intereses han emitido volúmenes de deuda pequeños.

La información presentada en los **gráficos 5 y 6** apunta a ratios de apalancamiento mayores de 4 como una de las principales características de las empresas emisoras, algo que, en todo caso, no implica que estas empresas tengan dificultades en cubrir con sus beneficios los gastos por pago de intereses. Además, este incremento del apalancamiento puede apuntar a un relajamiento en las condiciones de financiación y a que las empresas no se encuentran limitadas en su capacidad de endeudamiento.

CONCLUSIÓN

El contexto de bajos tipos de interés y búsqueda de rentabilidades que se ha instaurado tras la crisis financiera global, junto a la caída del crédito bancario debido a las necesidades de desapalancamiento de ese sector, han provocado el aumento de la financiación de las empresas vía mercados de capitales. Las empresas españolas no han sido ajenas a este proceso, incrementando de un modo considerable el volumen de bonos corporativos emitidos en los últimos años, así como el número de empresas activas en los mercados de capitales.

Como principales características de las emisiones destaca que una parte importante del volumen emitido se realizó fuera de España por medio de vehículos financieros. Esta sofisticación en la forma de estructurar las emisiones hace que los criterios de residencia y nacionalidad puedan generar sesgos no deseados a la hora de contabilizar las emisiones. Con respecto al mercado de emisión destaca el volumen emitido como Euro Medium-Term Notes y las colocaciones en euros realizadas dentro de la zona euro. Las emisiones en moneda extranjera son reducidas y se concentran principalmente en dólares.

Además, las condiciones de financiación han mejorado en los últimos años, condicionadas por una política monetaria más expansiva, reflejándose en la caída en los cupones y un alargamiento de los plazos. La reciente decisión por parte del BCE de realizar compras de bonos corporativos puede facilitar aún más el acceso a los mercados de capitales.

Con respecto a la situación financiera de las empresas cabe destacar que en términos absolutos las empresas emisoras presentan niveles de apalancamiento e indicadores de liquidez mo-

derados. En todo caso la evolución de estas dos variables ha sido positiva en los últimos años, y el nivel de apalancamiento puede reflejar la ausencia de restricciones al endeudamiento y unas favorables condiciones de financiación. Debido a que en los próximos años vence un importante volumen de bonos, unas mejores condiciones de financiación y la recuperación de la capacidad de generar beneficios facilitarían la refinanciación de estos vencimientos.

Como punto final, cabe reflexionar sobre la necesidad de diversificar las fuentes de financiación en el sector corporativo no financiero. Una excesiva bancarización del crédito puede implicar problemas de financiación para la economía en un escenario en el que este sector pase por dificultades. En España, al igual que en otros muchos países, la mayor parte de las emisiones en mercados se concentra en grandes empresas, si bien, muchos de los beneficios de diversificar las fuentes de financiación son generalizados para la mayor parte de las empresas. En este sentido, se han ido introduciendo varias iniciativas destinadas a fomentar el acceso de las PYMES a los mercados de capitales. Así, la creación de mercados de bonos que reduzcan los costes de emisión para empresas de menor tamaño consolidaría a los mercados de capitales como una verdadera alternativa de financiación al crédito bancario. En España, el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) va en esta dirección. Al mismo tiempo, conviene también establecer mecanismos que permitan monitorear de un modo eficiente los riesgos de las empresas que acuden a los mercados de capitales, principalmente en un contexto de bajos tipos de interés donde algunos inversores pueden infravalorar los riesgos ante la necesidad de obtener mayores rendimientos.

APÉNDICE: ESTRUCTURACIÓN DE LAS EMISIONES

Una de las características más importantes de las emisiones corporativas es el uso por parte de las empresas de vehículos financieros (*special purpose vehicles* en inglés) domiciliados en terceros países (esencialmente en centros financieros), de manera que estas operaciones no aparecerían reflejadas como emisiones de deuda en la balanza de pagos del país de la empresa matriz. Sin embargo, las emisiones realizadas por estos vehículos financieros obedecen a las necesidades de financiación de la empresa matriz y deben ser contabilizadas como parte de las emisiones de deuda de esta empresa.

Una posible solución a este problema ha sido la utilización del criterio de "nacionalidad" a la hora de contabilizar las emisiones de bonos (Shin (2013). En este caso se contabilizarían conjuntamente todas las emisiones realizadas tanto por la empresa matriz directamente como las realizadas por sus filiales, independientemente del país de domicilio de éstas últimas.

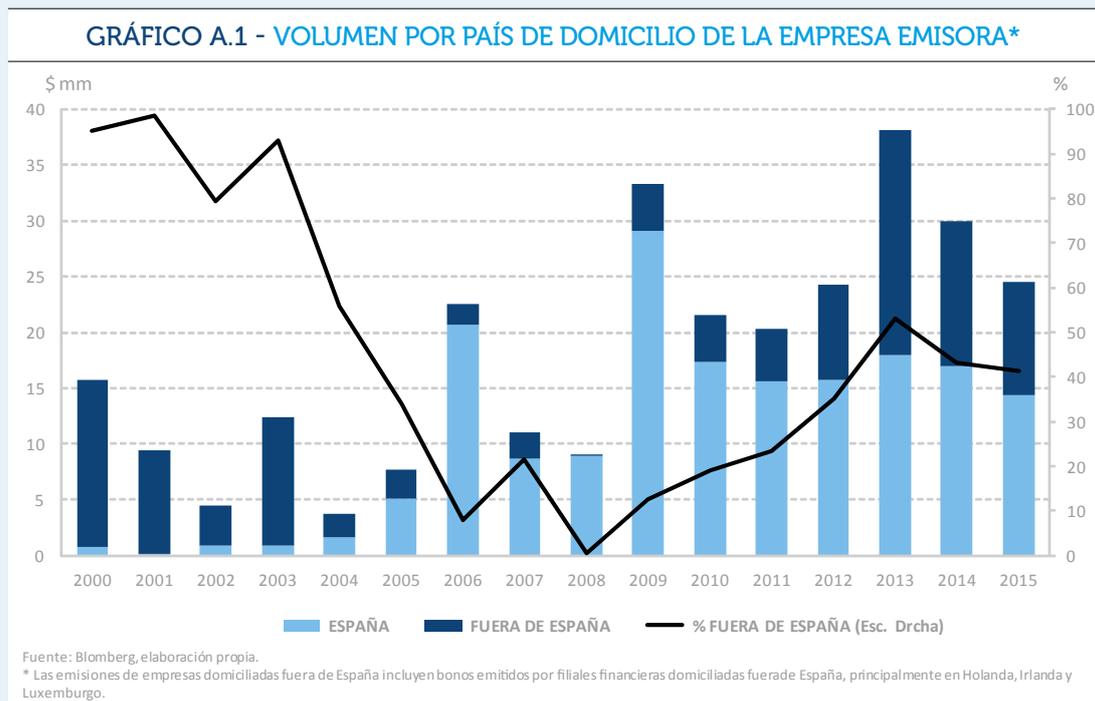
El criterio de nacionalidad, si bien puede solucionar en parte el problema relacionado con las emisiones de vehículos financieros, añade otros sesgos no deseados. Así por ejemplo, incluiría las emisiones de filiales no financieras, aún en el caso de que la filial sea independiente y los bonos emitidos estén garantizados por esta empresa. En este caso estaríamos omitiendo emisiones de bonos cuyo riesgo y finalidad operativa recae en la filial⁽⁷⁾. Por otro lado, otro sesgo podría darse al incluir emisiones de filiales de una empresa matriz domiciliada en el país de análisis, cuando éstas emisiones se realizan en filiales independientes domiciliadas en terceros países. Nuestro criterio incluye aquellas emisiones que

son garantizadas por empresas domiciliadas en el país de análisis, independientemente del país de domicilio de la empresa emisora.

El **gráfico A.1** presenta el volumen de bonos garantizados por sociedades no financieras domiciliadas en España, diferenciando el país de incorporación de la empresa emisora. Así, la parte azul representa el volumen que ha sido emitido por empresas domiciliadas fuera de España pero que está garantizado por la empresa matriz española. La mayoría de las emisiones realizadas por empresas domiciliadas fuera de España se realizan en Holanda (el 77%), seguidas por las realizadas en Irlanda y Luxemburgo (cerca del 9% en cada país). De este modo, el 95% de las emisiones de fuera de Españase realizan por parte de vehículos financieros domiciliados en estos tres países, que son centros financieros tradicionales en los mercados de emisión de bonos.

El gráfico muestra cómo durante los primeros años de la muestra prácticamente la totalidad de las emisiones se realizaban fuera de España, invirtiéndose esta tendencia hasta reducirse el volumen emitido fuera a menos del 1% en el año 2008, coincidiendo con un periodo de fuerte volatilidad en los mercados financieros debido a la crisis financiera global. En los años posteriores se ha recuperado paulatinamente el volumen emitido por empresas domiciliadas fuera de España.

(7) En el caso de España, un ejemplo claro serían las emisiones realizadas por la empresa Endesa. Bajo el criterio de nacionalidad se contabilizarían como emisiones de la empresa matriz italiana ENEL.



REFERENCIAS

1. Ayala, D., M. Nedeljkovi, and C. Saborowski (2015), "What Slice of the Pie? The Corporate Bond Market Boom in Emerging Economies", *IMF Working Paper* n°15/148
2. Ceballos, F., T. Didier, and S. Schmukler, "How Much Do Developing Economies Rely on Private Capital Markets?", *Mimeo*.
3. Feyen, E., S. Gosh, K. Kibuuka, S. Farazi, "Global Liquidity and External Bond Issuance in Emerging Economies and Developing Economies", *World Bank Working Paper* n° WPS 7363
4. Fuertes, A., and J.M. Serena (2014), "Firms financial soundness and access to capital markets", *Financial Stability Review Banco de España* n° 27
5. Fuertes, A., and J. M. Serena (2015) "How firms borrow in international bond markets: securities regulation and market segmentation", *Banco de España Working Paper* n° 1603
6. Shin, H. (2013), "The Second Phase of Global Liquidity and its Impact on Emerging Economies" *Keynote address at the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference*
7. Turner, P. (2014), "The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs", *BIS Working Paper* n° 441

INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA

["Las grandes cotizadas no financieras consolidan el cambio estructural en su financiación"](#) Domingo García Coto, Jaume Carbonell y Andrea Gómez. Octubre 2016. Pdf. Recurso web Estudios y Publicaciones BME