ANUARIO SOBRE RENTA FIJA Y FINANCIACIÓN ALTERNATIVA IEB-AXESOR 2017

axesor rating

IEB INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSÁTILES

ANUARIO SOBRE RENTA FIJA Y FINANCIACIÓN ALTERNATIVA IEB-AXESOR 2017

axesor rating

IEB INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSÁTILES

axesor rating

IEB INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSÁTILES

ÁLVARO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA

DIRECTOR DEL IEB

Al igual que en años pasados, para mí es un orgullo como Director del IEB presentar el "Anuario sobre Renta Fija y Financiación Alternativa", en esta su tercera edición y que cuenta un año más con la colaboración y el apoyo de Axesor.

El objetivo que nos propusimos en su día se ha cumplido con creces y en ese sentido, la necesidad de contar con un anuario centrado en los mercados de renta fija era y es evidente. Además, la permanente evolución y adaptación de los mercados financieros obliga a continuar avanzando en su análisis, especialmente teniendo en cuenta la permanente evolución en el entorno regulatorio. Buena prueba de ello es la atención que se presta en este anuario a las modificaciones que se pueden producir en el mercado de renta fija como consecuencia del tránsito de Basilea 3 a Basilea 4, analizándose también otros aspectos novedosos como el direct lending, la situación de las emisiones en divisas, de las colocaciones privadas, las consecuencias que tendrá la integración de los mercados de capitales en la UE, la importancia del riesgo país, de las políticas monetarias de los principales Bancos Centrales, y por ende la evolución de la Deuda Pública a nivel nacional e internacional. También se presta atención a las novedades que han surgido estos años en los productos de renta fija como las emisiones senior non preferred y el nuevo rol que las empresas del sector fintech pueden jugar en este nuevo entorno.

Como centro de formación líder en economía y finanzas, el IEB pretende estar en la vanguardia en el conocimiento de estas materias, tanto a través de la formación especializada como a través de la labor que desarrolla el departamento de investigación.

De hecho en esta ocasión el anuario incorpora dos relevantes estudios sobre el AIM (Alternative Investment Market), mercado de referencia a nivel internacional para la financiación de pequeñas y medianas empresas, así como otro interesante estudio sobre la evolución y tendencias a niveles nacional e internacional de los productos de renta fija, incluyendo los productos híbridos y los productos vinculados a la inflación.

Finalmente, se incorpora una serie de entrevistas a prestigiosos profesionales del sector que hablan sobre el balance del mercado del MARF a lo largo de estos años, y de aspectos tan originales y novedosos como la descarbonización de las carteras, la evolución de los hedge funds, de los fondos de deuda distressed, de los mercados emergentes o de la importancia que ha ido tomando el buen gobierno corporativo en el desarrollo de los mercados de capitales.

En definitiva, para nuestro Centro de Estudios, la notoriedad y prestigio alcanzados por este anuario es un motivo de gran satisfacción. El haberse convertido en una publicación de referencia para el sector se debe en gran medida al esfuerzo realizado por todos aquellos que han participado en la misma y a ellos les debemos nuestro más sincero agradecimiento.

A.M-E.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

6 CARTAS DE PRESENTACIÓN

14 ESTUDIOS

80 ARTÍCULOS

124 ENTREVISTAS

150 ANEXO

CARTAS DE PRESENTACIÓN

8 **LUIS MEGÍAS**
PRESIDENTE DE BBVA ASSET MANAGEMENT

10 **JOSÉ MARÍA REVELLO DE TORO**
COORDINADOR DEL ANUARIO Y
DIRECTOR DEL MASTER EN CORPORATE FINANCE
Y BANCA DE INVERSIONES DEL IEB

12 **ADOLFO ESTÉVEZ**
DIRECTOR DE AXESOR RATING

LUIS MEGÍAS

PRESIDENTE ASSET MANAGEMENT BBVA

Es para mi un placer redactar esta breve Carta de Presentación del Anuario IEB-Axesor sobre Renta Fija y Financiación Alternativa que ya se ha consolidado como una publicación de referencia, en su tercera edición.

Para la industria de la Inversión Colectiva a la que pertenezco, es de suma ayuda y utilidad contar todos los años con una publicación de este tipo, que detalla lo más relevante de cuanto ha acontecido en este mercado el año anterior, y permite realizar un análisis muy detallado de dicho mercado a través de los artículos y entrevistas a sus principales protagonistas, incluyendo además, estudios monográficos centrados en aspectos mas específicos y novedosos.

El valor añadido que aporta el presente Anuario proviene precisamente de la diversidad profesional de aquellos que vierten sus opiniones en el mismo. Esa variedad en el enfoque es lo que precisamente otorga al Anuario esa visión global y transversal que le caracteriza: grandes y medianas empresas, gestores de carteras institucionales, reguladores, analistas, profesionales de los mercados de capitales, o del área de buen gobierno corporativo aportan, cada uno de ellos, su punto de vista y sus ideas sobre el presente y futuro de la renta fija nacional e internacional.

Es evidente que no sólo para los inversores sino también para nuestro tejido empresarial, los mercados de capitales son la pieza fundamental que puede permitir un mayor equilibrio en la financiación de nuestras empresas y una menor dependencia del sector bancario, el cual representa aún hoy, su principal fuente de recursos financieros.

En resumen, un mercado de Renta Fija que goce de un mayor volumen, liquidez, y diversidad de productos es muy beneficioso para nuestras empresas y para el desarrollo económico de nuestro País.

Y ello contribuye notablemente, a atraer inversores de otras latitudes que puedan tener interés en un mercado que en los próximos años, claramente experimentará un desarrollo significativo.

Este Anuario tiene como virtud el reconocer esta importancia y darle voz a sus principales protagonistas. Por ello, mi mayor deseo es que la continuidad de este proyecto editorial nos permita a todos aportar

nuestro pequeño granito de arena en la construcción de unos mercados de capitales mas eficientes, transparentes y atractivos tanto para los emisores como para los inversores.

Por todo ello, y teniendo en cuenta la calidad de los artículos, entrevistas e intervenciones realizadas en el presente documento, considero que es un material de obligada lectura para todos los que participan en el Mercado de Renta Fija: emisores, inversores, intermediarios financieros, agencias de rating, y en definitiva, para todos aquellos que tengan como inquietud conocer este tipo de mercado en profundidad.

L.M.

JOSÉ MARÍA REVELLO DE TORO

COORDINADOR DEL ANUARIO Y DIRECTOR DEL MASTER EN CORPORATE FINANCE Y BANCA DE INVERSIONES DEL IEB

Nuevamente este año, y ya en su tercera edición, publicamos este anuario fruto de la excelente relación entre IEB y Axesor, ambos comprometidos desde su propio ámbito, académico o profesional, en divulgar conocimientos, experiencias, análisis y estudios que enriquezcan el buen saber financiero y la promoción de las mejores prácticas.

El anuario pretende, y está consiguiendo, ser un documento de referencia entre los profesionales de las finanzas que quieran estar al día en el proceloso mar de los mercados de capitales, siempre agitados por crisis, post-crisis, incertidumbres, expectativas y rumores que son vientos, y por momentos huracanes, pero raras veces brisas suaves, que no permiten la complacencia con lo ya aprendido en otras épocas e ignorar los cambios continuos que existen en el mundo financiero.

Por eso su estructura es completa al abarcar en primer lugar estudios amplios y bien desarrollados, seguidos de artículos sobre temas muy específicos, para terminar con un conjunto de entrevistas diversas de lectura sencilla y que complementan bien los anteriores análisis de mayor calado.

Vivimos un momento interesantísimo en una época post-crisis para Europa en general, y España en particular. Tras la peor crisis económica después de la segunda guerra mundial, que empieza con fuerza a finales de 2008, tiene nuestro país su primer año con crecimiento positivo del PIB en 2014 (+1,8%) seguidos de 2015 y 2016 con crecimientos del +3,2%, parecida cifra que se espera para 2017, en el que sería ya el cuarto año de la recuperación. Estas cifras se explican en un gran esfuerzo colectivo, pero también por la labor adecuada de los organismos pertinentes como el BCE, que con medidas convencionales para estimular la economía y bajando hasta el 0% el tipo oficial del dinero, ha dado lugar a tipos negativos (en España tenemos a mediados de 2017 en rentabilidad negativa hasta los bonos del Estado a 3 años) y no convencionales como el llamado Quantitative Easing (QE), que ha llevado a la práctica, entre otras medidas, la compra de renta fija tanto pública, como corporativa con grado de inversión a partir de junio de 2016, dando lugar a una caída de los diferenciales nunca vista, que afecta tanto a los bonos con grado de inversión como por efecto colateral a los bono high yield.

Estamos, pues, en una situación europea de tipos negativos, crecimientos lentos de la economía, baja inflación (por debajo del 2%), sistema financiero recuperándose muy lentamente tras varias crisis de

sus bancos que necesitan incrementar su solvencia (en España el último episodio ha sido la compra del Popular por el Santander a un euro) y con empresas que continúan su proceso de desapalancamiento.

Este anuario, como no puede ser de otra manera, trata de analizar esta situación en sus estudios, que ofrecen una panorámica mundial del mercado de renta fija por una parte, describen al instrumento híbrido más popular de los últimos tiempos: los bonos contingentes convertibles (CoCos) y exponen la situación actual de los mercados alternativos de financiación españoles, MARF y MAB, al mismo tiempo que hacen una comparativa de estos mercados alternativos en Reino Unido, Francia, Italia, Alemania y Noruega.

En los artículos se tratan muy diversos asuntos ligados también a la coyuntura que vivimos, como el mercado europeo para colocaciones privadas (Euro PP), la nueva clase de emisiones de renta fija 'senior non-preferred' o los fondos de deuda para situaciones stressed / distressed.

Y en la parte de entrevistas tratamos de recabar la opinión de los profesionales en temas como las experiencias en el MARF que tienen un asesor, un emisor, una empresa como Axesor de calificación crediticia y un inversor.

Es por lo tanto este anuario el mejor documento para estar al día y crearse una opinión sobre el apasionante mundo financiero, ya que como decía una famosa película, 'el dinero nunca duerme'.

J.M.R.T.

ADOLFO ESTÉVEZ

DIRECTOR DE AXESOR RATING

Ya han pasado más de 5 años desde julio de 2012, cuando Mario Draghi pronunció su ya famoso discurso en el que dijo que estaría dispuesto a hacer lo que fuera necesario, "whatever it takes", para preservar el euro. Desde entonces, hemos sido testigos de un ambicioso programa de estímulos por parte del BCE, cuyos efectos, en nuestra opinión, no son del todo predecibles a largo plazo. Sin embargo, coincidimos con la mayoría de expertos en que han tenido un efecto beneficioso en la zona euro, llevándonos a unas condiciones favorables de financiación nunca antes vistas. En la actualidad, ya nadie puede afirmar que no hay financiación. De hecho, para las empresas y países en la categoría de "grado de inversión" nos encontramos con unas condiciones históricamente favorables, que, probablemente, no volvamos a ver en nuestras vidas. Con la vuelta del crecimiento y estabilidad económica, todo apunta a que, aunque de forma gradual, el BCE irá retirando los estímulos a partir del año 2018 (ya ha realizado unas reducciones en el ritmo de compras de bonos); el próximo año podríamos ser testigos del fin del "quantitative easing", con las primeras subidas de tipos en ese mismo ejercicio o a principios de 2019. Aunque el BCE ha anunciado que la retirada será "gradual", para no causar revuelos en los mercados, nadie sabe exactamente cuál será el efecto de la retirada del mercado del mayor inversor de deuda en la historia europea.

El mercado que se avecina, en muchos aspectos se parecerá muy poco al que dejamos atrás antes de la crisis. Una de las consecuencias más visibles ha sido la desaparición/absorción de una parte muy relevante de las entidades financieras europeas, proceso que pensamos continuará en los próximos años con una mayor consolidación en España y el resto de Europa. El caso ha sido especialmente acusado aquí, donde el número de entidades financieras tradicionales han sido diezmadas, incluso después de inyecciones de casi 62.000 millones de euros. Eso sí, las entidades que tenemos hoy en el continente europeo son más grandes y sólidas, después de casi 10 años cumpliendo requerimientos cada vez más estrictos por parte de las autoridades europeas.

Los mercados de capitales en general son mucho más elásticos que los bancarios y suelen rebotar con más fuerza, al asumir cualquier pérdida de forma instantánea mediante mecanismos de "mark to market". Es por ello que el vacío inicial en fuentes de financiación fue poco a poco absorbido por vías alternativas, incluyendo bonos y préstamos directos "direct lending" por parte de fondos, aseguradoras y otros inversores, que ven que los activos en los que invertían tradicionalmente ya no ofrecen las rentabilidades que requeridas.

Esta situación de transición nos lleva a preguntarnos ¿a qué panorama se enfrentan las empresas en los años venideros? Claramente nadie puede disputar que la disminución de "players" entre la banca tradicional va a tender a reducir el poder de negociación de las empresas en este nuevo entorno. Está por ver el compromiso de permanencia de las nuevas opciones de financiación en el mercado y si realmente estamos ante un cambio estructural, como el que ya ocurrió en EEUU durante los años ochenta, como consecuencia de la crisis de sus bancos locales (Savings & Loans).

En este nuevo panorama, pensamos que las empresas que han trabajado estos años en el proceso de diversificación de fuentes de financiación tendrán una ventaja competitiva frente aquellas que no han aprovechado la lección de la crisis para diversificar sus fuentes de financiación, quizá seducidos por la extrema liquidez de los últimos años, que a nuestro juicio es pasajera.

En todo caso, de ninguna manera abogamos por dejar de trabajar activamente con los bancos y apoyamos la tesis de que las nuevas fuentes de financiación, lejos de sustituir a la financiación bancaria, serán un complemento de la misma. Es más, nos atrevemos a decir que la banca, ya en un proceso avanzado de consolidación, da la bienvenida a estas nuevas fuentes, ya que resultan beneficiosas, por ejemplo, para dar salida a empresas que ya han topado sus límites de contrapartida con los bancos con los que se relacionan habitualmente. Sin duda, estos nuevos mercados ayudarán a fortalecer a las empresas, complementando la financiación bancaria con bonos, cuyos inversores principales prefieren plazos más largos, ayudando así a conseguir unas amortizaciones más acordes con los flujos de caja de sus proyectos. Finalmente, son los propios bancos los que, gracias a su conocimiento de sus clientes y mercados de capitales, están mejor posicionados para liderar la mal llamada "desintermediación bancaria".

A.E.

ESTUDIOS

16 **AIM (ALTERNATIVE INVESTMENTS MARKET) OPORTUNIDAD PARA LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EUROPEAS QUE BUSQUEN CRECIMIENTO Y ACCEDER A FINANCIACIÓN. COMPARATIVA CON EL MODELO ESPAÑOL**

JESÚS H. SARRIA

COORDINADOR DEL ANUARIO, DPTO. INVESTIGACIÓN DEL IEB

58 **EL PULSO DE LA RENTA FIJA Y LOS PRODUCTOS HÍBRIDOS. PLAZOS Y TENDENCIAS A NIVEL NACIONAL E INTERNACIONAL**

CARLOS FERNÁNDEZ, PHD, CAIA

PROFESOR DEL IEB
SENIOR ADVISOR GRANT THORNTON

BEATRIZ CAMACHO

RESPONSABLE DE RENTA FIJA, MCH INVESTMENT STRATEGIES
ASESORA DE ALINEA GLOBAL

AIM (ALTERNATIVE INVESTMENTS MARKET) OPORTUNIDAD PARA LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EUROPEAS QUE BUSQUEN CRECIMIENTO Y ACCEDER A FINANCIACIÓN. COMPARATIVA CON EL MODELO ESPAÑOL

Jesús H. Sarria
Coordinador del Anuario, Departamento de Investigación del IEB

Licenciado en Economía por la Universidad Autónoma de Occidente, Executive Master en Dirección de Entidades Financieras por el IEB. Master en Dataminig and Statistical Learning por la UNED. Especialista en Gestión de Riesgo en los Mercados Financieros por el IEB. International Financial Markets Programme at LSE.
Especialista Construcción de Modelos y Proyecciones Financieras enfocadas en Valoración I.E.B. Doctorando programa de Administración de Empresas en la UCM. Miembro del Departamento de Investigación del IEB. Profesor en el área de Banca de Inversión en CIFF, ISDE, ISIDE. Cuenta con 10 años de experiencia en los sectores de la consultoría financiera y actualmente se desempeña como CIO en INEO Corporate.

CONTENIDOS

1. Introducción 18

2. Visión del Mercado de Renta Fija 19

3. El Tamaño. Condicionante del Acceso al Mercado de Capitales 28

4. Mercados Alternativos de Financiación – Una visión al entorno europeo 32

4.1. España – Liquidez de sus mercados alternativos 33

4.2. Europa – Benchmark 37

5. Impacto de las nuevas tecnologías y la desintermediación en la financiación de las empresas 50

6. Fondos Small / Mid Cap como termómetro del apetito por riesgo 52

7. Comentarios finales 54

8. Bibliografía 56

1. Introducción

Parece que tímidamente se empieza a dejar la referencia de la crisis de 2007, gracias a los últimos datos de crecimiento y empleo, sin embargo, diez años después, la mayoría de los artículos y trabajos de economía aún hacen referencia a los hechos que originaron lo vivido en estos años, sin parecer preocuparnos por los desafíos y oportunidades a corto y medio plazo. Por otro lado, no es fácil desligar la situación actual de los mercados financieros de dichos acontecimientos, ni mucho menos de los cambios regulatorios, que, con gran empeño la Comisión Europea y su regulación macroprudencial vienen desarrollando de la mano de los reguladores locales.

Sumergidos en la crisis, en su momento, las economías occidentales miraban a Japón como un caso aislado de una situación atípica con sus problemas de incremento de deuda, deflación y tipos de interés negativos, mientras tanto no hubo una visión crítica de puertas hacia dentro donde un problema similar se estaba gestando para la Eurozona (teniendo siempre en cuenta las dos velocidades), afectando principalmente a los países periféricos como España, Grecia, Portugal y dejando serias consecuencias en las grandes ligas europeas (Italia, Francia, Alemania) principalmente en el sector bancario.

Es fundamental revisar las situaciones pasadas, realizar un balance de ello, pero sin dejar a un lado los desafíos que actualmente se plantean en la economía global. Llegados a este punto, es necesario hacer balance de algunas de las medidas tomadas por los reguladores tanto locales como europeos, a fin de establecer si estamos en línea con los desafíos más próximos, porque de lo contrario se tendrán que proponer los ajustes necesarios para afrontar las próximas situaciones coyunturales con mayor eficacia.

Resulta necesario hacer un alto en las políticas de estímulo promovidas por el BCE mediante herramientas hasta ahora no convencionales de la política monetaria (Quantitative Easing - QE) y su esperada o no, finalización (Tapering), que afectan los tipos de interés y que ha dejado algunas sorprendentes consecuencias, tales como permitir a EEFF (Entidades Financieras) y empresas poco solventes y rentables soportar unos altos niveles de apalancamiento durante los últimos años y por otra parte, el elevado endeudamiento de las economías emergentes, principalmente las latinoamericanas que después de sufrir la desaceleración de la demanda de materias primas han visto en los tipos bajos del dólar una opción para cubrir su déficit. Respecto al sector inmobiliario, esta situación de bajos tipos de interés no ha permitido el ajuste real que deberían haber tenido las viviendas (Caso Reino Unido y España) lo que ha permitido sostener artificialmente buena parte del precio de los inmuebles ganado a lo largo de la última burbuja inmobiliaria. Por último, el endeudamiento de las familias españolas sigue siendo elevado en proporción al PIB (63,6%), aunque está en proceso de moderación. A cierre de marzo de 2017 se ubicó en 708.451 millones de euros (1,2% menos que el año anterior), manteniendo su tendencia de ajuste.

Con los escenarios de tipos de interés bajos en la mayoría de las economías desarrolladas, los gestores de renta fija han tenido que aplicarse mucho en sus tareas para obtener rentabilidades positivas en los últimos años, llevándoles a tomar posiciones en instrumentos High Yield (Alto rendimiento) para compensar sus

carteras, lo cual ante una subida de tipos de interés puede afectar significativamente el rendimiento de las carteras (incrementos en las PD y en las tasas de morosidad en activos respaldados con préstamos). La parte positiva de esta situación es que los fondos de inversión y sus gestores están poniendo la mirada en las empresas medianas y en los mercados emergentes para intentar obtener algunos puntos adicionales de rentabilidad que les permitan justificar sus costes.

Para los economistas y para los no economistas se plantean diversas situaciones a tener en cuenta sobre el terreno ya recuperado, tales como los bajos tipo de interés ya mencionados, que conllevan el deterioro de los márgenes de las EEFF, la desintermediación de la economía, las nuevas tecnologías, la revolución industrial 4.0, donde seguramente las diferencias entre el factor capital y el factor trabajo pasaran a otro estrado de discusión con la incursión de la automatización de los procesos productivos apoyados en la inteligencia artificial, sin despreciar las tensiones geopolíticas que tienen al euro en su punto de mira, como es el caso del Reino Unido que oficialmente dio inicio al artículo 50 del Tratado de Lisboa y se estableció en el camino de salida de la UE en marzo de 2019.

Por consiguiente, en este trabajo se quiere dar una visión de la situación actual de la renta fija global, y principalmente al entorno europeo, a fin de determinar cuáles han sido los principales impactos dados los avances regulatorios y la influencia de los mercados alternativos de financiación en apoyar las estrategias de financiación de las medianas empresas, valorando su comportamiento en los últimos años. No cabe duda que los procesos disruptivos sobre la economía, serán en mayor medida, los protagonistas en muchos aspectos del sector financiero y del sector seguros en los próximos años, sobre los cuales se extenderá el análisis, para cerrar el trabajo con una visión de cómo se valora por parte de los gestores la situación del Renta Fija y las inversiones alternativas en España y sus comparables en otras jurisdicciones.

2. Visión del mercado de renta fija

Los mercados de renta fija han sufrido una "sobreestimulación" en los últimos años debido a las medidas adoptadas para mitigar los efectos de la crisis por parte de los reguladores y de los bancos centrales. Si hacemos referencia a la eurozona, y las actuaciones del BCE, podemos describir cuatro apartados principales en medidas de políticas no convencionales, como lo son las operaciones de mercado abierto para refinanciaciones a muy corto plazo como los MRO - Main Refinancing Operations, o como las operaciones de inyección de liquidez a tres años denominados LTROs - Longer-Term Refinancing Operation. Las MRO han servido principalmente para orientar las tasas de interés a corto plazo, gestionar la situación de liquidez y señalar la postura de la política monetaria en la zona del euro, mientras que las LTROs proporcionan refinanciación adicional a más largo plazo al sector financiero.

Para reforzar las operaciones de financiación de más largo plazo, se ha recurrido a los TLTRO (The targeted longer-term refinancing operations) operaciones con objetivo específico sobre el Eurosistema, que

proporcionan financiación a las entidades de crédito durante períodos de hasta cuatro años, estas ofrecen financiación a largo plazo en condiciones muy atractivas a las EEFF con el fin de facilitar aún más las condiciones crediticias del sector privado y estimular los préstamos bancarios a la economía real. Este programa refuerza la postura actual de la política monetaria del BCE y fortalece la transmisión de la política monetaria. Se llevó a cabo una primera serie de TLTRO el 5 de junio de 2014 y una segunda serie (TLTRO II) el 10 de marzo de 2016.

Completando estos instrumentos, el BCE estableció un programa ampliado de compra de activos APP (Expanded Asset Purchase Programme), donde se incluye todos los programas de compra en virtud de los cuales se adquieren valores del sector privado y valores del sector público para hacer frente a los riesgos de un potencial período de baja inflación que se pudiese extender en el tiempo. Este programa consiste en:

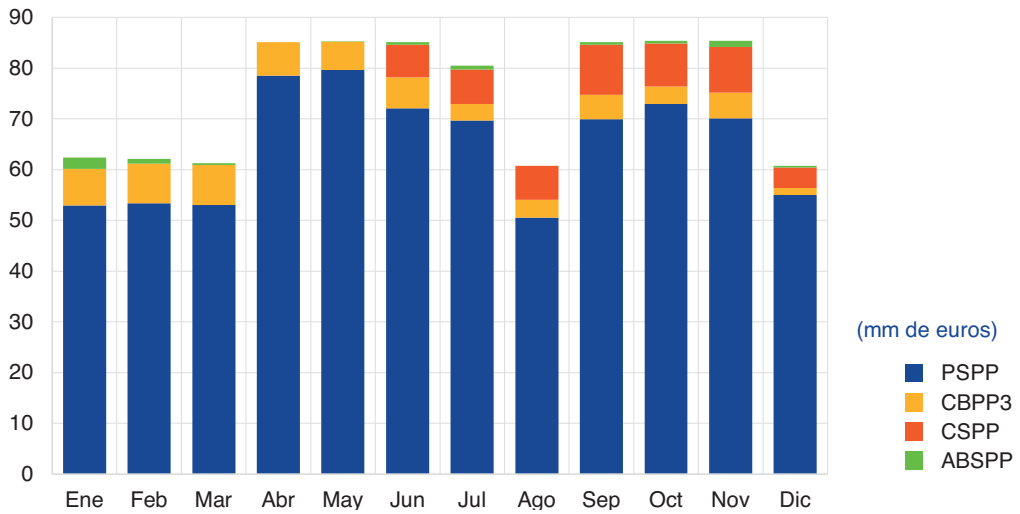
- Third Covered Bond Purchase Programme (CBPP3)
- Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)
- Public Sector Purchase Programme (PSPP)
- Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

Actualmente, las compras netas mensuales de valores del sector público y privado ascienden a 60 mm de euros en promedio, sin embargo, desde marzo de 2016 hasta marzo de 2017, esta cifra se situó en 80 mm de euros.

Se prevé que se lleven a cabo hasta finales de 2017 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno vea un ajuste sostenido en el camino de la inflación que sea coherente con su objetivo de lograr tasas de inflación no superiores al 2%.

Ilustración 1. Compras mensuales en el marco del APP en 2016, por programa

Fuente: BCE



El siguiente cuadro presenta las participaciones del Eurosistema al final del mes de abril y un desglose del cambio de participaciones del Eurosistema en las compras netas mensuales.

● Tabla 1. Participaciones del Eurosistema – APP

Fuente: BCE

Cambios en las tendencias (últimos dos meses)	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Participaciones *Marzo 2017	24.190	214.446	75.455	1.457.652	1.771.743
Compras netas mensuales	–408	1,928	6.807	54.311	62.638
Ajuste de amortización de trimestre	0	0	0	0	0
Participaciones *Abril 2017	23.782	216.374	82.262	1.511.963	1.834.381

*Al coste amortizado, en millones de euros, al cierre del mes

Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

El programa de compras al sector corporativo (CSPP - Corporate Sector Purchase Programme) fue anunciado por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) el 10 de marzo de 2016, iniciando operaciones el 8 de junio del mismo año. El CSPP como tal, supone una extensión a los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro, para reforzar el impacto de la política monetaria sobre las condiciones de financiación de la economía real.

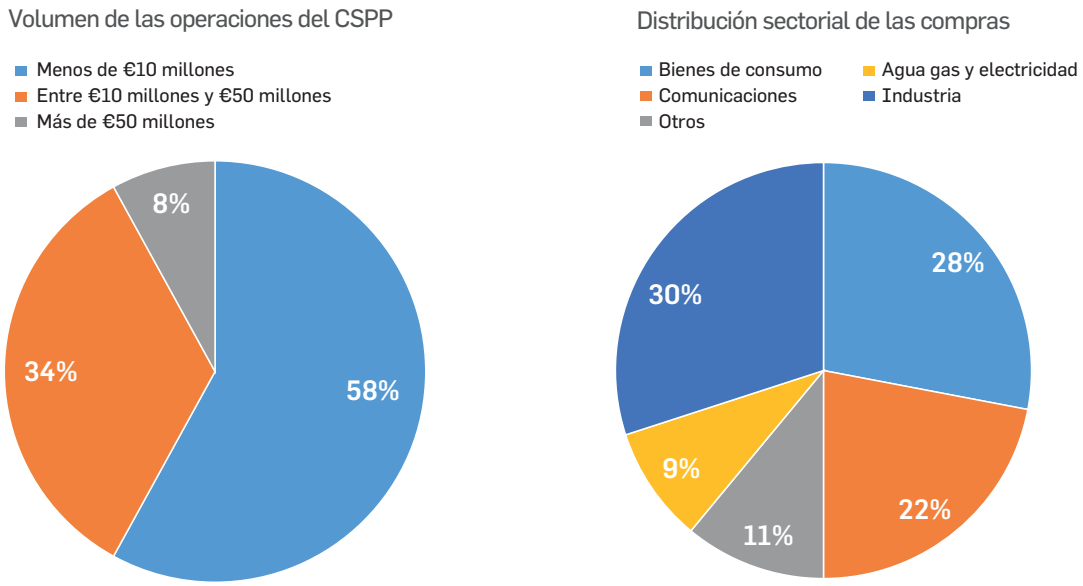
El objetivo final de estas medidas se centra principalmente en reforzar adicionalmente la transmisión de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema a la economía real a fin de beneficiar al mayor número posible de empresas y sectores mediante la adquisición de valores emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario tanto en el mercado primario como en el secundario.

La mayor parte del volumen de las adquisiciones realizadas en el marco del CSPP está integrado por operaciones de menos de 10 millones de euros y las operaciones suelen ser mayores en el mercado primario que en el secundario[1].

1 Boletín Económico, número 5, BCE, 2016.

Ilustración 2. Volumen de operaciones y distribución sectorial de compras Programa CSPP

Fuente: BCE



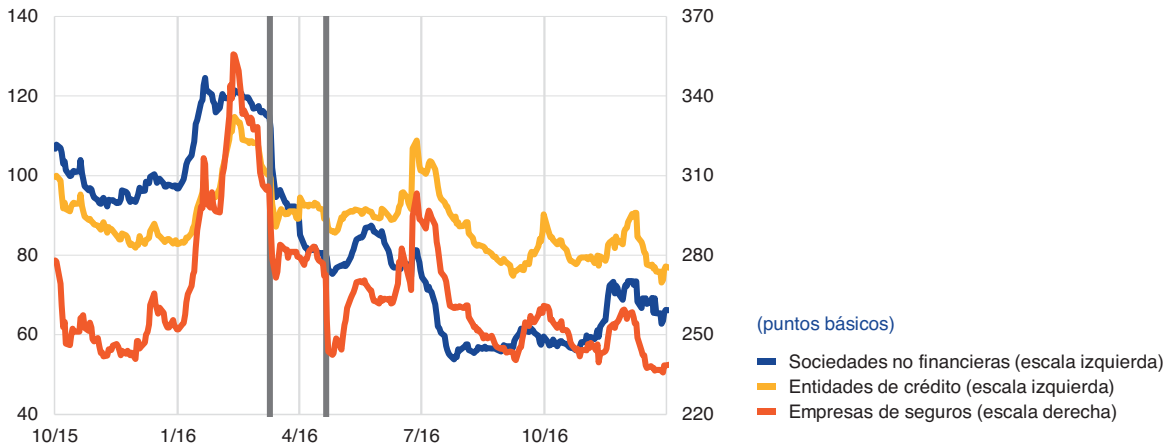
A septiembre de 2016 (Ver gráfico arriba) las compras se habían repartido entre 458 bonos diferentes emitidos por 175 emisores distintos. El rendimiento de los bonos adquiridos ha fluctuado entre alrededor del -0,3 % y más del 3%, y algo más del 20% de las compras se han efectuado con rendimientos negativos superiores al tipo de interés de depósito del BCE, situado en el -0,4 %. Las calificaciones de los bonos oscilan entre AA y BBB- y la distribución de las adquisiciones refleja, en general, la distribución de calificaciones del universo de bonos admisibles en diversos sectores. A 31 de diciembre de 2016, la base de emisores se amplió a 225 empresas no pertenecientes al sector bancario por importe de unos 51 mm de euros, importe que a marzo de 2017 cerro en 75 mm de euros.

Según el BCE en su informe anual de 2016, este programa ha contribuido a la mejora de las condiciones de financiación de las empresas de forma considerable

En el gráfico siguiente observamos que desde la fecha del anuncio del programa por parte del BCE (10 de marzo de 2016), los diferenciales de los bonos de sociedades no financieras se redujeron de forma significativa y continuaron disminuyendo posteriormente, este descenso se vio interrumpido solo por episodios temporales de volatilidad en mayo y junio relacionados con la permanencia del Reino Unido en la UE. La otra fecha a tener en cuenta es el 21 de abril cuando se confirmó la admisión de las empresas de seguros en el marco del CSPP, en este momento los diferenciales también registraron una considerable contracción. La evolución posterior de los diferenciales de los bonos corporativos se puede atribuir, en cierta medida, a los escenarios de volatilidad generados por el referéndum en Reino Unido.

Ilustración 3. Diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión

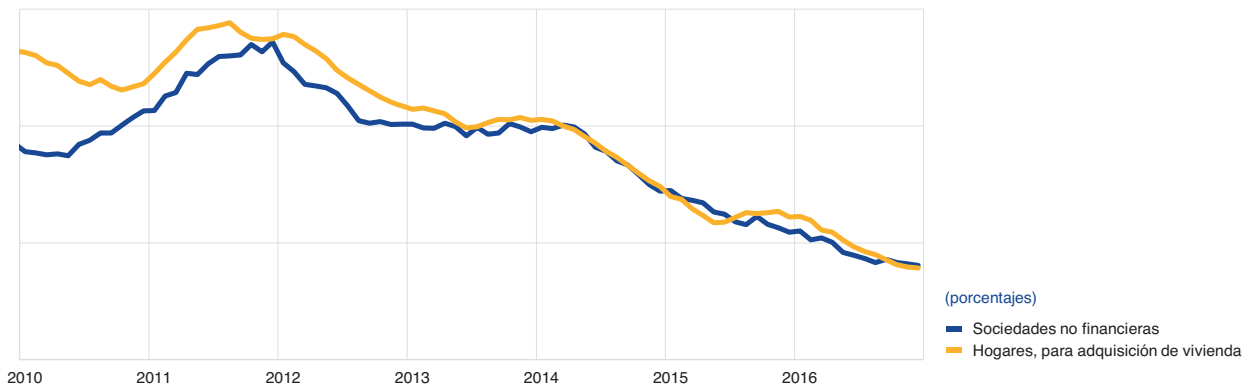
Fuente: BCE



No solo las grandes empresas se han visto beneficiadas por las políticas monetarias del BCE (APP – MRO – LTRO - TLTRO), ya que, debido a la caída de los diferenciales, otros activos y el mercado de crédito en general se ha visto favorecido como es el caso de la financiación a los hogares y a las PYMEs, reflejado en los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios desde 2014 a la fecha. Las PYMEs parecen haberse beneficiado de esta situación, no por la acción directa del programa, sino porque las entidades de crédito, ante la sustitución de los préstamos bancarios y la presión a la baja en el precio de la emisión de bonos corporativos, informaron de mayores presiones competitivas y de una reducción más acusada de los márgenes de los préstamos concedidos, no solo a grandes empresas sino también a las PYMEs, como es lógico en menor medida.

Ilustración 4. Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a sociedades no financieras y hogares

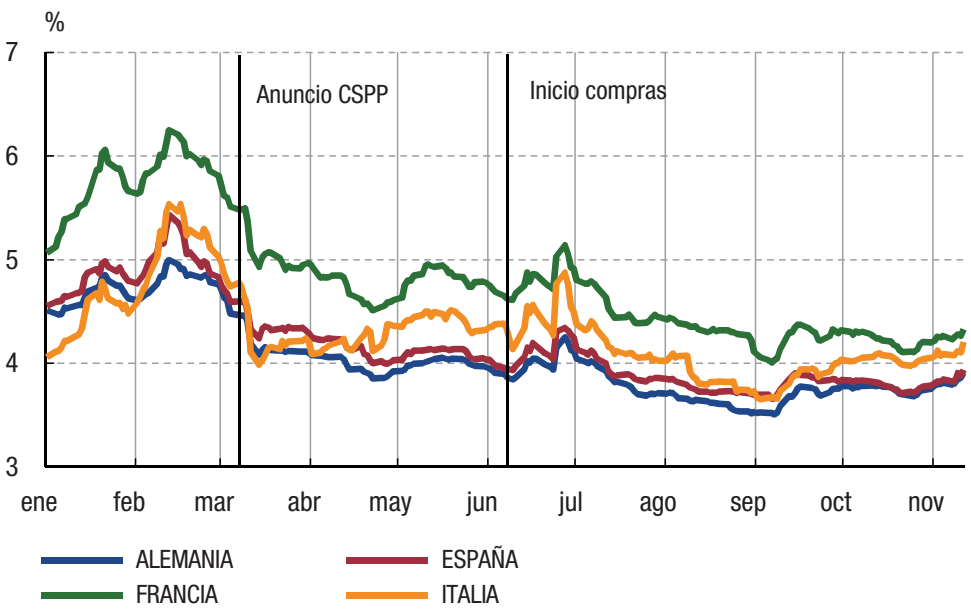
Fuente: BCE



Otra particularidad del programa podría apreciarse no solo en los valores admisibles, sino también en otros valores no admisibles, como las emisiones High Yield –bonos de alta rentabilidad– (Mayordomo, 2016). El autor expone que no solo la reducción de diferenciales se observó en las emisiones con Grado de Inversión, según sus análisis, el impacto había sido mayor al observado en los bonos admisibles, tanto en España como en la UEM. En el caso de los bonos emitidos por las empresas no financieras españolas con una calificación crediticia inferior al grado de inversión, el descenso acumulado de rentabilidad desde la fecha del anuncio hasta mediados de abril fue de 48 pb, al tiempo que el diferencial sobre los tipos OIS (permutas financieras –swaps– sobre el EONIA[2] se redujo en 31 pb alrededor de la fecha del anuncio.

Ilustración 5. Rentabilidad de los bonos a largo plazo Sociedades no financieras. Alta rentabilidad

Fuente: Banco de España – Dirección General de Economía y Estadística

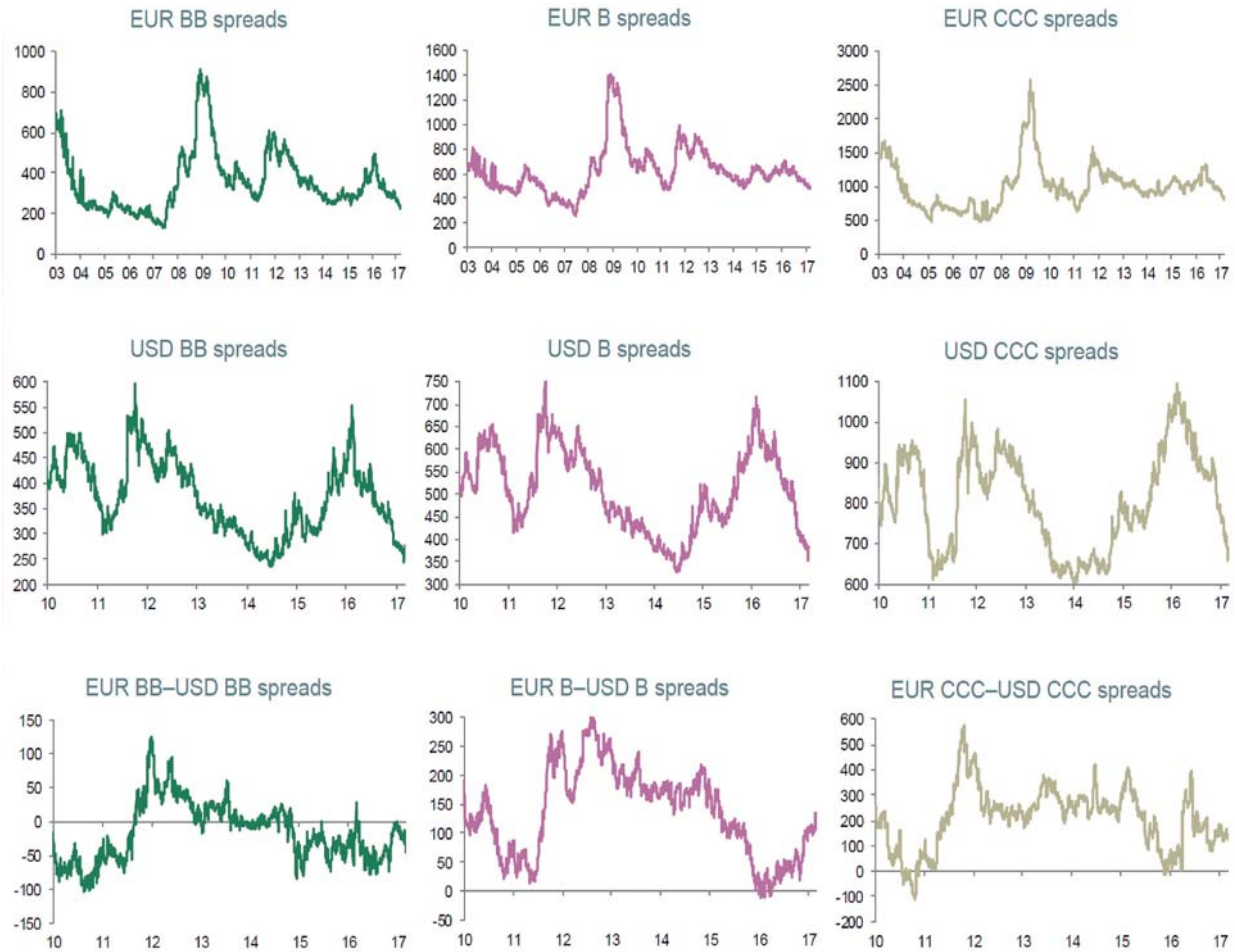


Si analizamos la evolución del HY entre Europa y el mercado americano, observamos que en las emisiones con calificaciones BB, B, CCC los diferenciales han caído significativamente a partir de 2016. Como suele ocurrir en la teoría de evaluación de impacto, no se puede precisar exactamente el impacto de la política (elección del contrafactual, técnica de medición, ajuste del modelo, tratamiento de datos, entre otros conforman aspectos que limitan la capacidad de aislar el impacto de la política en particular), pero al hacer referencia al spread de los bonos corporativos sobre le Risk Free (mismo plazo) podría ayudar a identificar de forma visual y directa el impacto, teniendo en cuenta que las emisiones han estado sujetas a otros factores diferentes a la política, como es de esperar toda la variación no puede ser atribuida al impacto del programa de CSPP.

2 (Euro OverNight Index Average) es el índice medio del tipo del euro a un día, fruto de las operaciones de crédito interbancarias

Ilustración 6. Valoraciones - Spread High Yield

Fuente: Crédit Strategic Update – Crédit Agricole (mar 2017)



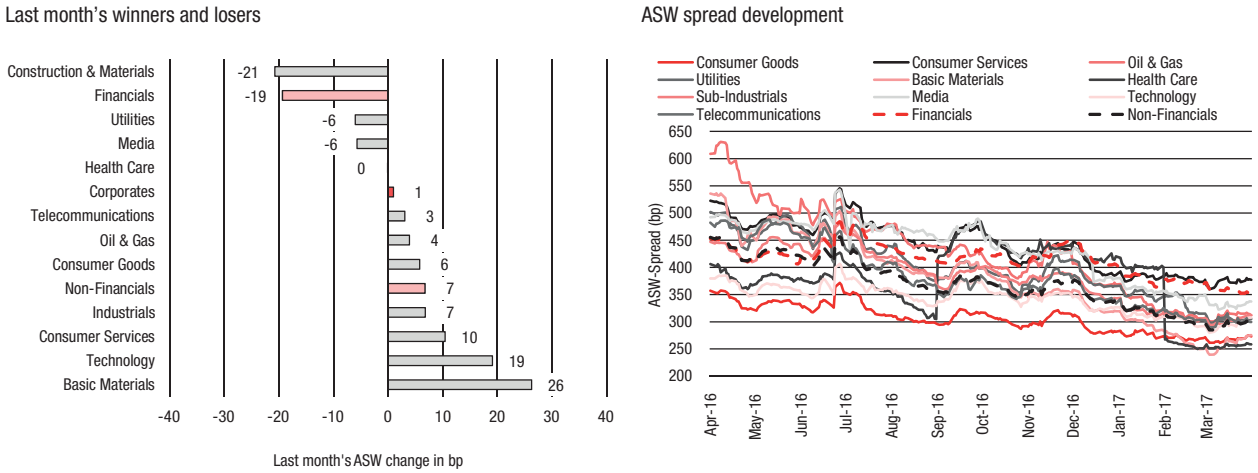
Por Sectores observamos en el HY los mismos comportamientos, a partir de abril de 2016 se denota un acusado descenso en el ASW Spread[3]. Según último informe de Unicredit[4], el HY financiero tuvo un mejor comportamiento que el HY-NFI en bp, las utilities, media, y construcción ha tenido también un comportamiento favorable el último mes.

3 ASW Spread: Es la diferencia entre el rendimiento de un bono y la curva LIBOR, expresada en puntos básicos. El spread de swap de activos está diseñado para mostrar el riesgo de crédito asociado con el bono. Los analistas verán típicamente tanto el spread Z como el ASW para ver si hay discrepancias en el precio de un bono. A diferencia del spread Z, el ASW se calcula utilizando el rendimiento del bono hasta el vencimiento.

4 Credit Research - Monthly High Yield Index Review (UniCredit, 3 Abril de 2017)

Ilustración 7. Desempeño de HY por Sector Marzo 2017

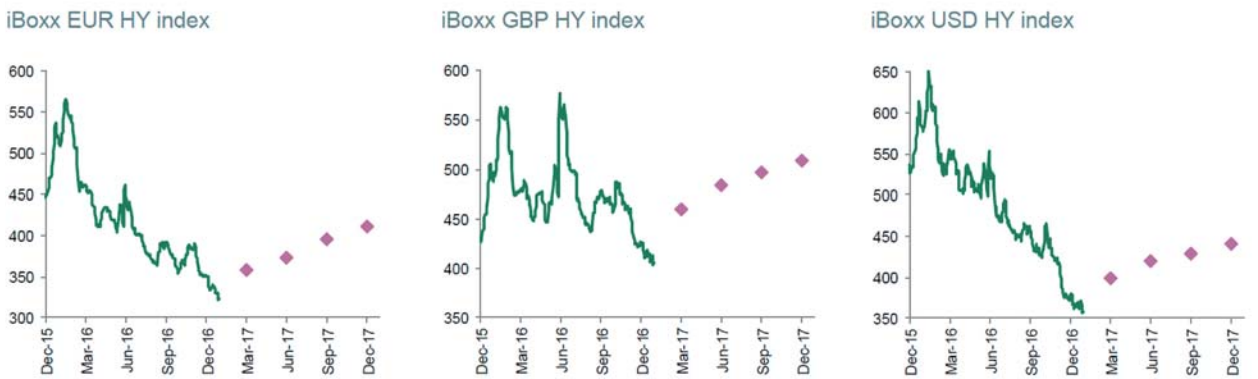
Fuente: Unicredit – Credit Research



Crédit Agricole en sus últimas proyecciones para el índice iBoxx HY tanto en EUR, GDP y USD, prevé un incremento de 90 puntos de media hasta final de 2017.

Ilustración 8. Previsiones Spreads iBoxx

Fuente: Crédit Strategic Update – Crédit Agricole (mar 2017)



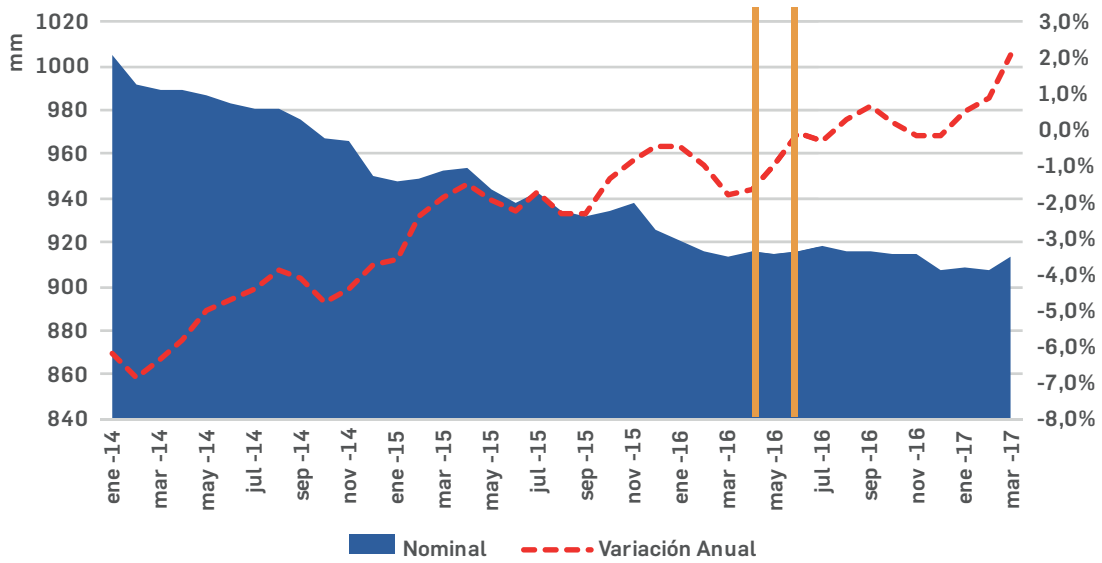
Por último, los temores de una burbuja en la renta fija han estado presentes desde mediados de 2015, cuando aún no se tenía una confirmación de las mejoras tanto en las finanzas públicas en la UE como en las EEFF. Esta situación se empezó a fraguar debido al comportamiento de la deuda pública con unos diferenciales históricamente bajos. Los temores de la burbuja se han ido incrementando a medida que la eficacia de las actuaciones del BCE se empieza a agotar (APP, LTRO, TLTRO, MRO), con los tipos de interés tan bajos y las actuaciones de la FED, se espera que los tipos de interés inicien una subida paulatina en Europa, lo que podría repercutir en una reducción en el precio de los bonos.

Las razones por las cuales el BCE pueda iniciar un recorte del QE, y buscar una normalización de su política monetaria, estará condicionada principalmente por la inflación subyacente, en particular cuando esta alcance el 1,3% en la zona euro, que según sus previsiones actuales, se alcanzará en marzo del 2018. La anterior probablemente no será la única razón a tener en cuenta, también se verá apoyado seguramente por el crecimiento del crédito, siendo lo anterior positivo, el recorte del QE podría verse compensado con una mayor flexibilidad del crédito a empresas y familias.

La necesidad de iniciar cuanto antes el proceso de normalización, principalmente se debe a que en caso que el BCE se vea en la necesidad de prolongar el CSPP, podría afectar la liquidez del mercado y los precios, desplazando de forma artificial las curvas de tipos y propiciando una distorsión del nivel de riesgo asumido, en donde probablemente podríamos estar ante una sobrevaloración de determinadas emisiones. Actualmente por diferenciales, algunos productos HY-USD BB y B parecen estar ya en niveles de sobreprecio, situación que podría presentarse en Europa de persistir los programas de política monetaria vigentes.

■ Ilustración 9. Evolución de Financiación a Sociedades no Financeiras

Fuente: Elaboración propia a partir de datos BDE



3. El Tamaño. Condicionante del Acceso al Mercado de Capitales

En reiteradas ocasiones se ha tratado la relevancia del tamaño de las empresas en España desde distintas perspectivas, dando como resultado la identificación de situaciones burocráticas, laborales y fiscales que pueden condicionar la decisión por parte de los consejos de administración o de los accionistas de plantearse dar el salto a la gran empresa[5]. Si observamos la distribución del tejido empresarial en Europa, el tamaño de las empresas por número de trabajadores es relativamente parecido, principalmente compuesto por pequeñas empresas de menos de 50 trabajadores, con lo cual la productividad y la capacidad de que dichas empresas puedan generar mayor valor añadido tendrá necesariamente otras connotaciones, tales como la innovación, la capacidad de recepción de fuentes de financiación externas que aceleran los procesos de crecimiento bien sea orgánico o inorgánico, pero es necesario adicionalmente resaltar la disposición por parte de las empresas de abrir su accionariado y en especial la necesidad de mantener una cultura financiera acorde a la dimensión de la empresa.

Desde la teoría económica se habla de los beneficios cuando se gana tamaño, tales como las economías a escala, la eficiencia en costes, mejora del acceso a la financiación, el aumento en la capacidad de innovación, factores que son claves y relevantes a la hora de definir una estrategia de crecimiento. Sin embargo, desde el punto de vista del mercado de capitales, se encuentran ciertas situaciones de tipo cualitativo y de cultura financiera, a las cuales habría que dar una mayor relevancia.

La Cultura Empresarial y la Financiación Alternativa

Las empresas constantemente se encuentran ante la toma decisiones operativas y estructurales, algunas de ellas suelen marcar el futuro de las compañías, tales como los relevos generacionales, las operaciones corporativas, los procesos de refinanciación, cash-out (venta de participaciones haciendo caja), entre otras.

En los últimos años observamos como la banca otorga cada vez más importancia a la estabilidad financiera principalmente prestando mucho énfasis a la gestión de activos y pasivos conocida como ALM por sus siglas en inglés (Asset and Liability Management) debido a la importancia que tiene sobre el riesgo estructural del balance de las EEFF. De forma más genérica se podría definir ALM como un conjunto de técnicas y procedimientos para asegurar una correcta toma de decisiones de inversión y financiación en la empresa teniendo en cuenta las relaciones existentes entre los distintos componentes del balance de una empresa. (Club de Gestión del Riesgos de España, 2017)

La gestión estructural del balance de una empresa parte del reconocimiento de los riesgos a los que este expuesta la compañía tal como ocurre en las EEFF. Dicho reconocimiento dependerá en mayor medida del

5 Ver Revista No. 149 del Colegio de Economistas de Madrid – Octubre 2016.

contexto en el cual las empresas desarrollan su actividad. Los riesgos a los que se exponen generalmente son los mismos a los que están expuestas las EEFF´s: (i) cambios de los tipos de interés que afectan el coste de financiación y el valor de algunos instrumentos del balance, (ii) variaciones de los tipos de cambios, los precios de las materias primas y (iii) obtención de la liquidez necesaria para las operaciones e inversiones, lo que podemos resumir como: Riesgo de Balance, Riesgo de Mercado y el Riesgo de Crédito. Si extrapolamos la gestión que realizan las EEFF a las empresas contaríamos con una herramienta de gestión muy eficiente que ayudará a profesionalizar la gestión de las empresas que pretenden diversificar sus fuentes de financiación en el mercado primario.

a. El Riesgo de Balance y de Mercado para las Empresas

» Riesgo de Liquidez

Entendido en su doble vertiente como el riesgo de liquidez de funding (para la financiación de las operaciones e inversiones), que ayuda a la empresa a diseñar una estructura de financiación sostenible en función de sus pasivos, y el riesgo de liquidez de mercado, que permita a las empresas responder ante diferentes situaciones coyunturales a fin de poder realizar las coberturas adecuadas.

» Riesgo de Tipos Interés

La gestión del riesgo de tipos de interés del balance, persigue mantener la exposición de la empresa a variaciones de tipos de interés, en niveles acordes con su estrategia y perfil de estructura de financiación. Los movimientos en los tipos de interés provocan alteraciones en los costes de la financiación y en el valor de los activos y pasivos del balance. La dimensión de estos impactos dependerá de la exposición que mantenga la empresa a variaciones en los tipos, teniendo en cuenta los vencimientos de sus obligaciones.

» Riesgo de Tipos de Cambio

El riesgo de tipo de cambio surge, principalmente, de la consolidación de las participaciones en filiales y operaciones con divisas funcionales distintas de la moneda local. Los actuales modelos de gestión sugieren que se lleve a cabo de forma centralizada para optimizar el manejo conjunto de las exposiciones permanentes en moneda extranjera, teniendo en cuenta la diversificación.

A medida que las empresas van ganando tamaño, su exposición a este tipo de riesgo es mayor debido a la necesaria relación con terceros que operan en otras monedas tanto para operaciones de activo como de pasivo.

b. Riesgo de Crédito en la Empresas

El Riesgo de crédito tiene su origen en la probabilidad de que una de las partes del contrato/ instrumento financiero/comercial incumpla sus obligaciones por motivos de insolvencia o incapacidad de pago y produzca a la otra parte una pérdida financiera. Para mitigar estas situaciones es necesario centrar esfuerzos en la gestión del riesgo de contrapartida, riesgo emisor, riesgo de liquidación y riesgo-país.

Actualmente, los diversos factores de competencia y globalización presionan a las empresas a ofrecer mejores productos/servicios. Los avances en la tecnología de la información, son a priori los mejores aliados en cuanto a la generación de negocio. Mediante la propia gestión de la información de los clientes, se puede llegar a conocer sus comportamientos y entender mejor sus necesidades lo que permite a las empresas inducir una demanda de productos/servicios de forma rigurosa y cumpliendo en todo momento los criterios de riesgo de la empresa lo cual facilita la planificación financiera transformando en rentabilidad neta un alto porcentaje de los esfuerzos de las áreas de negocio.

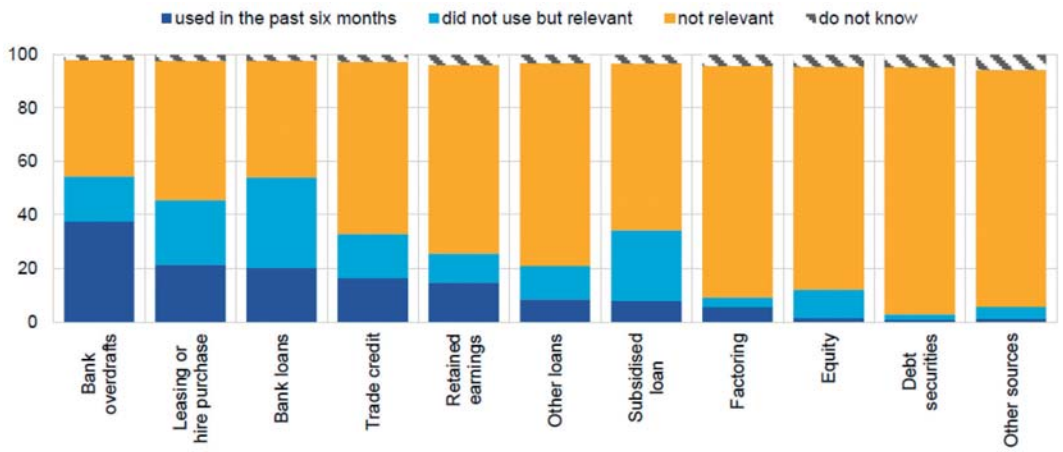
Como resultado de una gestión integral de los riesgos de una empresa se obtiene una visión global y garantiza que la compañía tome las decisiones de inversión y financiación de una manera ordenada y consistentes en función de los riesgos que se estimen admisibles, apoyándose en unos procedimientos y políticas de riesgos sólidas que pasan por el desarrollo de una función de ALM Corporativo Estratégico, donde esa visión global, permitirá llegar una creación de valor sostenible para el accionista.

Cash is the King

Este principio relevante en las empresas se ha visto muy distorsionado en los últimos años, primero porque previo a 2007 la cantidad de crédito que circulaba en el mercado a un coste relativamente bajo (si lo comparamos con la rentabilidad de los activos en estos años) permitía cubrir prácticamente cualquier necesidad financiera de forma factible. Una vez se cierra el flujo de crédito y comienza el tortuoso desapalancamiento por parte de empresas (destrucción de más de 300 mil empresas) y familias (Tasa de paro del 26%), el riesgo de liquidez afloró y detonó prácticamente la estructura financiera de la PYME es España. En la actualidad con la resaca de lo vivido y de la mano de los programas de expansión de los bancos centrales, las empresas vuelven a tener liquidez, sin embargo, la estructura financiación de la PYME no ha cambiado manteniéndose expuesta a los mismos riesgos que en 2007, como se observa en el siguiente gráfico.

Ilustración 10. Estructura de Financiación de las PYMEs en la Zona Euro

Fuente: ECB. Encuesta de accesos a la financiación de empresa en la zona euro. Sep. 2016



Según la última encuesta de Acceso a la Financiación del ECB[6], durante el período comprendido entre abril y septiembre de 2016, el 54% de las PYMES consideró que los préstamos bancarios eran pertinentes y un porcentaje igual incluía los descubiertos bancarios. El leasing y el crédito comercial eran relevantes para el 45% y el 33% de las PYME, respectivamente. Además, el 34% de las pymes señalaron que las subvenciones y los préstamos subvencionados, que configuran el apoyo por parte de fuentes públicas en forma de garantías u otras intervenciones, eran pertinentes para su financiación. Los fondos internos también desempeñaron un papel importante como fuente alternativa de financiación, como lo indica el 26% de las PYME. Otros préstamos, por ejemplo, de familiares, amigos o empresas relacionadas, fueron fuentes importantes de financiación para el 21% de las PYME. Las fuentes de financiación basadas en el mercado de capitales, como el equity (12%) y los títulos de deuda (3%), así como el factoring (9%), se notificaron con menor frecuencia como instrumentos relevantes.

Las consecuencias de la no diversificación del riesgo de liquidez ya las conocemos, por ejemplo, una de ellas es el deterioro que sufren los balances de las compañías denominado "recesión de balance"[7], que hace referencia a los impactos por el elevado endeudamiento y la inadecuada gestión operativa de la compañía que se puede percibir durante años en los balances, perjudicando la posterior evaluación de la solicitud de financiación cuando el periodo de coyuntura ha finalizado.

Las situaciones mencionadas, deterioran el flujo de caja de las empresas y las someten a ciertas volatilidades, las cuales no son bien vistas por los inversores en los mercados de capitales, ya que estos principalmente buscan creación de valor y estabilidad relativa de los flujos de caja. Por ello una de las premisas fundamentales en la selección de inversiones a tipo fijo hace referencia a que la seguridad de una inversión no se mide solo por el derecho especifico u otros contractuales, sino por la capacidad del emisor de cumplir con todas sus obligaciones de pago (intereses y principal), así mismo una alta rentabilidad no debe compensar una seguridad deficiente.

Qué sabe la PYME del Mercado de Capitales

Las operaciones corporativas como ventas parciales o totales de compañías, M&A, entre otras mencionadas en el apartado anterior, generalmente incurren en la vinculación de una fuente externa de financiación que apoye dicha operación cuando la empresa no tiene todos los recursos necesarios para acometer la inversión por sí misma. Previo a esta situación el accionariado de la compañía tendrá que conocer todos aquellos aspectos que conllevan la vinculación de un tercero en la operación, bien sea mediante aportación de capital o por emisión de deuda. Esto hace referencia no solo a entrada del dinero en la compañía, sino a las condiciones de permanencia y de salida que el financiador manifieste.

6 ECB. Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – April to September 2016.

7 Término utilizado por Antonio García Tabuenca en su artículo: "Algunas razones de por qué no crecen las PYMEs en España" – Revista 149. Colegio de Economistas de Madrid.

Un ejemplo claro son las cláusulas que utilizan los fondos de private equity para asegurar su salida, conocidas como Drag Along (Derecho de arrastre), la cual causa mucha preocupación por la idiosincrasia de las empresas que se acercan por primera vez al mercado de capitales.

Otra situación muy relevante es la facilidad que debe brindar la empresa para que el tercero financiador pueda acceder a acompañar al accionariado en la operación planteada, puesto que la asimetría de información entre las partes es aún mayor que la presente entre la empresa y sus EEFF, puesto que generalmente el tercero nunca ha tenido una relación con la empresa, en este sentido resaltan las diferencias en la valoración que cada parte otorga al activo (bien sea acciones o deuda). Por tal motivo extender facilidades como los Earn-Out (Ajuste de precio), brindan confianza a los fondos porque denotan el compromiso del promotor en el proyecto de inversión. Por último, saber elegir el socio financiero es fundamental, dentro de la amplia gama de fondos de private equity, direct lending, distressed debt, venture capital, emisión, entre otros, ya que no todos cuentan con la misma flexibilidad y en determinadas circunstancias aspectos cualitativos tienen mucho peso en la relación que tendrá que perdurar al menos el mismo tiempo de la obligación.

Por tanto, los asesores tienen un buen nicho de mercado, ya que es mejor poner en contacto a la empresa con el mercado de capitales, una vez esta entienda la operativa de la financiación alternativa al canal bancario en todas las dimensiones posibles (deuda / equity) y comprenda el porqué de los mecanismos de seguimiento y suministro de información, gobierno corporativo y salida. Como contraprestación la empresa no solo cumplirá su plan de negocio, por el contrario, ganará visibilidad en el mercado ayudando a mitigar el riesgo de liquidez de manera eficiente.

4. Mercados Alternativos de Financiación – Una Visión al Entorno Europeo

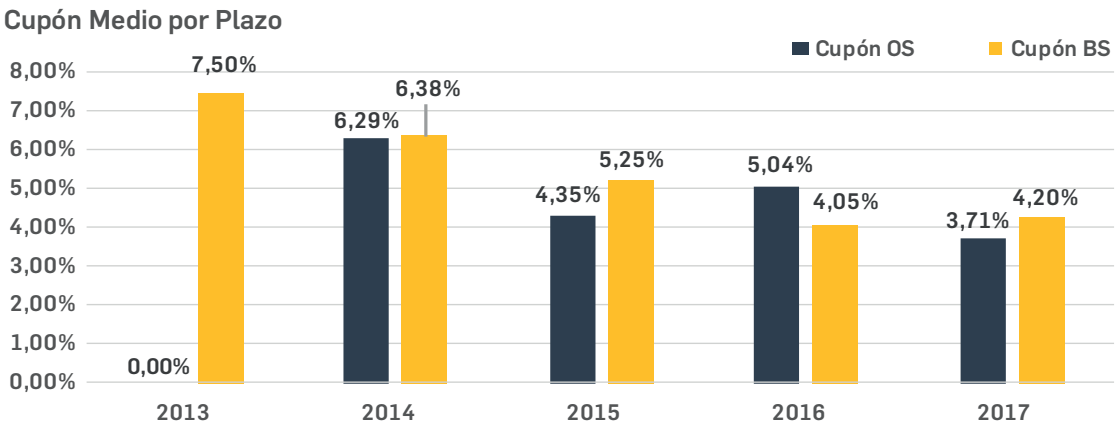
Uno de los programas bandera para la ayuda a la PYME de la Unión Europea ha sido la creación de mercados alternativos tanto de deuda como equity (en España MARF y MAB), espacio donde las empresas medianas principalmente tendrían facilidades para acceder directamente al mercado de capitales, con el propósito de dar un impulso hacia una estructura financiera de empresa más eficiente y menos dependiente de la financiación bancaria.

Estos mercados alternativos han ganado mucha relevancia en los últimos años debido a las bajas rentabilidades del mercado de renta fija en general y a la incertidumbre que se vivió en los mercados de renta variable mientras pasaron los años más difíciles de la crisis. Actualmente muchos gestores tienen la vista en las compañías que acuden a estos mercados para integrarlas a través de diferentes vehículos en sus carteras de inversión y es donde se entiende puede existir mucho potencial, tanto en la renta fija como variable.

4.1. España – Liquidez de sus mercados alternativos

Observando el Mercado Alternativo de Renta Fija, desde su creación en 2013 ha mantenido una tendencia creciente en cuanto a volumen de emisión, en 2016 presento un incremento del 23% en emisión de instrumentos de deuda a largo plazo (Bonos y Obligaciones) ubicando la cifra en circulación actual en 1.183 millones de euros (0,11% del PIB de España - 0,13% de la financiación total a sociedades no financieras). Por otra parte, el mercado ha venido ajustando los precios exigidos por los inversores. La primera emisión de bonos del MARF en 2013, en un contexto todavía de incertidumbre, se colocó a un tipo del 7,5% para un plazo de 5 años "bullet". A cierre de este informe Ekondakin emitió 8,5M de euros al 3,66% (tipo fijo) a 30 años el mayor plazo registrado en el MARF en emisiones corporativas. Por otra parte, se mantiene el descenso de los costes de financiación en línea con el coste de los préstamos a sociedades no financieras.

Ilustración 11. Comportamiento de Emisiones de Bonos y Obligaciones MARF



Año	Emisiones	Importe	Variación	Cupón OS	Cupón BS
2013	1	50.000.000	-	0,00%	7,50%
2014	5	223.000.000	346%	6,29%	6,38%
2015	7	355.500.000	59%	4,35%	5,25%
2016	10	436.600.000	23%	5,04%	4,05%
2017	3	118.600.000	-	3,71%	4,20%
Total	**26**	**1.183.700.000**		**4,85%**	**5,48%**

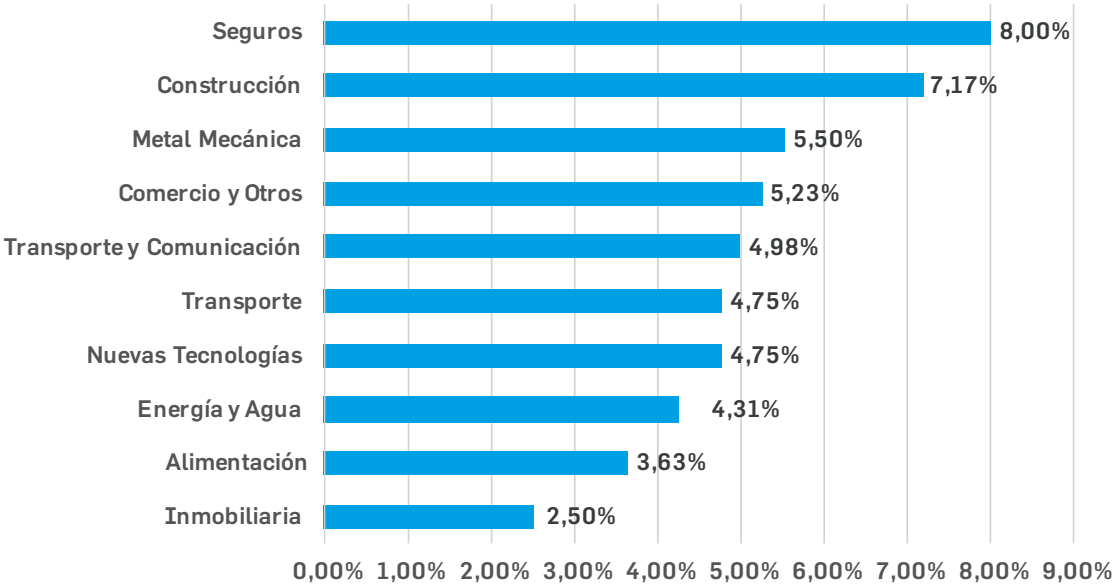
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME

De las 26 emisiones[8] actuales en circulación las obligaciones ofrecen una rentabilidad media de 4,85% mientras que los bonos sitúan su rentabilidad en el 5,48%. Por sectores, el sector seguro presenta el mayor coste (al ser una emisión con posibilidad de ejercer la call y subordinada), seguido de la construcción, los sectores que presentan unos costes más bajos de financiación son alimentación e inmobiliaria con un 3,63% y 2,5% respectivamente.

8 No se tienen en cuenta emisiones de entidades financieras (titulizaciones), para este análisis solo se han tenido en cuenta las emisiones corporativas.

Ilustración 12. Cupón por Sector - Emisiones MARF

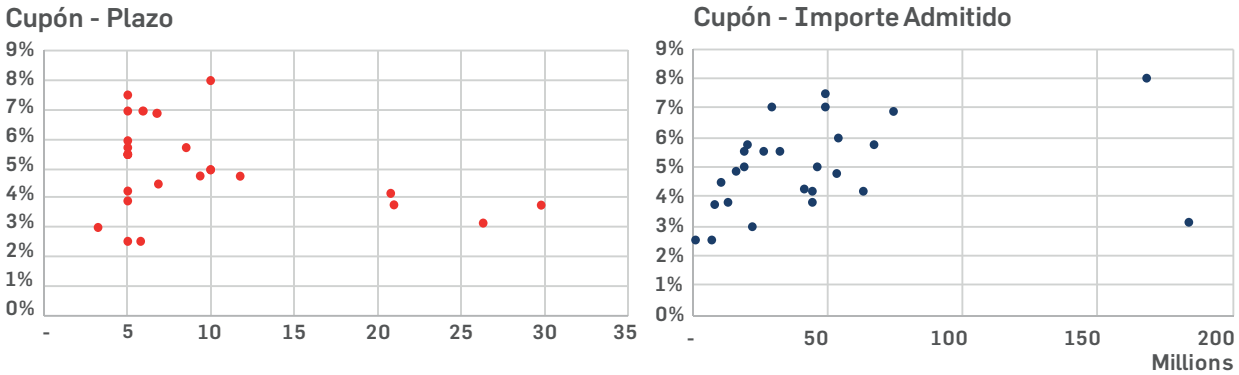
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME



Como se observa a continuación de las 26 emisiones en circulación el 91% no superan los 75 millones de euros con un plazo medio de 7 años, para las emisiones inferiores a 12 años.

Ilustración 13. Relación Cupón/Plazo - Cupón/Importe Admitido

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME



En el MARF, además de bonos y obligaciones, también cotizan pagarés (57 emisiones en circulación, de 16 emisores), 3 de los cuales son titulización de activos (121,5 millones de euros).

Actualmente, el saldo en circulación en pagarés es de 1.009 millones de euros, siendo los sectores más activos el comercio y metalmecánica.

● Tabla 2. Emisiones en Circulación de Pagarés por Sectores MARF

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME

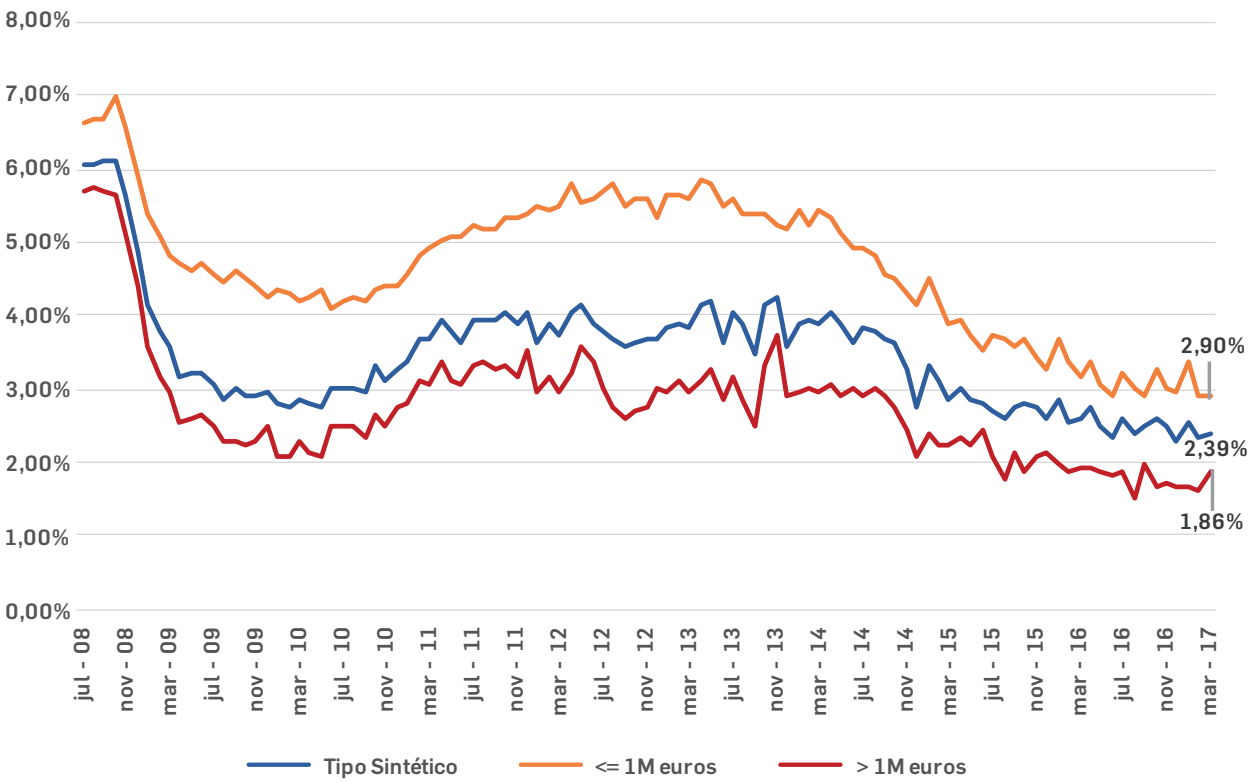
Sector	Emisores	Importe (miles)
Energía y Agua	1	50.000
Químicas	1	74.800
Papel	2	50.200
Metal Mecánica	4	342.700
Construcción	1	2.100
Inmobiliarias	1	24.000
Transporte y Comunicaciones	3	30.000
Entidades de Financiación	1	120.300
Comercio y Otros	2	315.000
Total	**16**	**1.009.100**

Las cifras anteriores señalan que las empresas en general, aún son reservadas a la hora de acudir al mercado primario, una de las principales razones actualmente es cultural, en el sentido que los equipos directivos tienden a relajarse una vez las crisis (en este caso de financiación), han pasado, volviendo a las fuentes tradicionales, en vez de tomar las acciones necesarias para diversificar sus fuentes para prepararse para la próxima crisis que sin duda llegará. Esta actitud está alentada por la relativamente amplia oferta bancaria (especialmente a corto plazo y con garantía), disponible actualmente para estas empresas. Aunque a primera vista, los costes de las emisiones de deuda pudieran parecer relativamente mayores a los de un préstamo bancario, estos diferenciales no miden la mayor flexibilidad en términos de plazo y ausencia de garantías normalmente obtenidas en estos mercados. Como no puede ser de otra manera, el MARF exige ciertos requisitos para garantizar la transparencia como la presencia de figuras como los Asesores Registrados, Auditores, Entidad Colocadora, Rating. Estos costes fijos, si se asume el emitir bonos como un compromiso a medio/largo plazo, son poco relevantes, ya que las empresas que emiten bonos, generalmente ven como sus costes totales de financiación, se reducen de forma drástica. Esto se evidencia en el gran número de empresas que repiten con segundas o terceras emisiones de bonos o con el lanzamiento de programas de pagarés.

A pesar de que de forma coyuntural, las EEFF están ofreciendo actualmente unos precios muy competitivos a las empresas en términos de coste financiero debido a los beneficios de la política monetaria antes tratada, seguramente es una situación que no se mantendrá en el tiempo, por lo que pensamos que las condiciones actuales de tipos bajos presentan un escenario ideal para que las empresas emitan bonos a largo plazo y a tipos fijos con estructuras bullet (vencimiento del 100% del principal al final del plazo).

Ilustración 14. Tipo de interés de nuevas operaciones. Entidades de Crédito y EFC

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BDE



Como se aprecia en el gráfico anterior desde finales de 2012, se viene presentando una constante reducción de los costes financieros para las empresas si tenemos en cuenta los tipos (TAE) de nuevas operaciones otorgados por EEFF. Actualmente de media los tipos para operaciones superiores al millón de euros se ubican en 1,86% TAE, mientras que, para importe menores al millón la TAE alcanza 2,90%. Si comparamos estas cifras con los costes financieros del MARF, observamos que teniendo en cuanta los beneficios estructurales y de diversificación y la prima que generalmente exigen los inversores en casos de ser un inversor novel, los tipos a pagar también son muy atractivos, especialmente teniendo en cuenta un perfil de amortización y de garantías que favorece el poder acometer proyectos de inversión a medio plazo.

Respecto a los costes de emisión en el MARF, estos están en línea con el perfil de la emisión de importes más moderados (<€100MM) si lo comparamos con el mercado de bonos más tradicional (emisiones de >€500mm). Por la tipología de inversores e intervinientes, suele ser un mercado en que los mismos son de ámbito local, ofreciendo unos costes más moderados. Actualmente para operaciones no superiores a 10 millones de euros estos costes pueden suponer entre 100 – 120 bp en la TAE de la operación, dependiendo de los plazos y perfil de amortización.

● Tabla 3. Relación de Costes Estándar en Emisión de Bonos

Fuente: Elaboración propia

Intervinientes y Funciones Típicas en Emisiones de Renta Fija		
Tipología de Coste	**Concepto**	**Funciones**
Costes Previos a la Emisión	**Asesoramiento Legal-Emisor**	Acompañamiento en los requerimientos legales referentes a la emisión así como la colaboración en los aspectos jurídicos en el diseño del folleto de emisión.
	Dirección de la Emisión	Encargado del diseño de las condiciones financieras de la emisión y de la investigación del mercado de deuda, así como la negociación de los términos de la emisión con las partes intervinientes para garantizar el éxito de la misma.
	Designación del Asesor Registrado	Comprobar que la correspondiente compañía cumple los requisitos que la regulación del mercado exija para la incorporación de sus valores al mismo. Una vez incorporados los valores, revisará la información que la compañía haya preparado para remitir al Mercado con carácter periódico o puntual.
	Calificación Crediticia - Rating	Como requisito de acceso, las empresas deben presentar una calificación crediticia por parte de una Agencia de Calificación registrada ante ESMA.
	Auditoría	Las empresas necesitan un informe de auditoría previo a la emisión, como requisito de acceso.
	Asesoramiento Legal del Colocador	Este asesoramiento es designado por parte del director de la emisión, para complementar los servicios jurídicos de la compañía, en referencia a la elaboración del folleto de emisión.
Costes del Mercado	**Costes Estudio Documentación - Mercado**	Importe que el Mercado percibirá por estudio de la documentación sobre incorporación y exclusión de valores.
	Costes de Admisión - Exclusión	Importe que el Mercado percibirá en concepto de incorporación/exclusión de valores del Mercado Alternativo de Renta Fija.
	Comisión de Aseguramiento	Ofrece la opción de asunción del riesgo de distribución y colocación de la emisión a cambio de una comisión acordada con el Director de la Emisión.
	Comisión de Colocación	Por las funciones de market making llevadas a cabo para brindar la máxima liquidez de la emisión. Facilitan además informes de análisis de la emisión o del emisor a inversores potenciales.
	Banco Agente	Encargado de las transacciones para el flujo de fondos entre las partes vinculadas.
	Comisario del Sindicato de Bonistas	El Sindicato de Bonistas tendrá por objeto la defensa de los legítimos intereses de los Bonistas en relación con la Sociedad, mediante el ejercicio de los derechos que se les reconoce en la ley por la que se rigen.
Costes posteriores a la Emisión	**Tarifa por mantenimiento de valores**	Mantenimiento en el sistema de contratación electrónica y acceso a medios de información.
	Mantenimiento de Rating	Actualización de información crediticia.
Coste financiero	**Tipo de Interés de la Deuda**	Coste que la empresa acuerda pagar a los tenedores de los bonos durante el plazo y condiciones estipuladas en el folleto de emisión.

4.2. Europa – Benchmark

Con el objetivo determinar el potencial que presentan los mercados alternativos en España, tanto de renta fija como de renta variable, se procede a continuación a realizar un análisis descriptivo de los mercados tanto de Reino Unido como de Noruega, Francia e Italia.

Mercados Alternativos en Reino Unido – Renta Variable

La principal referencia en cuanto a mercados alternativos de financiación a parte de EE.UU. la encontramos en Reino Unido, específicamente en el AIM (Alternative Investment Market), que facilita la financiación a empresas en crecimiento, haciendo parte de este una amplia gama de empresas, incluyendo desde etapas iniciales, empresas apoyadas por capital riesgo y otras más consolidadas. Desde su lanzamiento en 1995, más de 3.000 empresas se han unido a AIM - recaudando más de £ 60 billones en nuevas y posteriores captaciones de capital, las empresas del AIM han contribuido con £ 14,7 billones al PIB de Reino Unido y han brindado más de 430.000 puestos de trabajo, esto representa una contribución de £ 2,3 billones en impuestos, las cifras anteriores dejan claro el papel relevante de este tipo de mercados para una economía británica. Los recursos obtenidos por las empresas en el AIM han permitido financiar su desarrollo y perseguir sus objetivos de crecimiento entre otros. La relevancia de este mercado se puede resumir en los siguientes aspectos:

- Ha tenido la capacidad de dar acceso a un amplio y profundo mercado de capitales para apoyar a las empresas en la admisión recurrente de fondos.
- Ha brindado una liquidez suficiente para el comercio de las acciones de pequeñas y medianas empresas locales e internacionales.
- Se ha apoyado en una estructura de asesores independientes con gran experiencia que entienden las necesidades de empresas tanto de internacionalización como de crecimiento.
- Atracción de una cualificada comunidad de analistas de inversiones especializados en sectores y regiones de todo el mundo.
- Un sistema flexible y sensible a la regulación especialmente orientado a las necesidades de las empresas más pequeñas y en crecimiento.

Si nos detenemos a revisar la estructura de las empresas británicas y las españolas, observamos una similitud de la distribución de empresas en cuanto al tamaño medido en base al número de trabajadores, con una notable prevalencia de empresa de menos de 5 empleados en ambas economías. Sin embargo, a la fecha observamos que en Reino Unido hay casi el doble de empresas que en España (96% más que en España) situación que lógicamente determina las diferencias entre las dos economías.

● Tabla 4. Distribución de empresas por número de empleados España - Reino Unido

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Seguridad Social España – Oficina Nacional de Estadística RU.

	Reino Unido	%	España	%
De 1 a 5 trabajadores	1.985.220	77,7%	1.004.209	77,2%
De 6 a 9 trabajadores	292.260	11,4%	125.208	9,6%
De 10 a 49 trabajadores	227.450	8,9%	143.749	11,1%
De 50 a 249 trabajadores	39.890	1,6%	22.797	1,8%
Más de 250 trabajadores	9.690	0,4%	4.346	0,3%
Total	**2.554.510**	**100,0%**	**1.300.309**	**100,0%**

Las cifras comparativas de los mercados AIM y MAB resaltan las diferencias que no se aprecian en cuanto a la distribución de las empresas por tamaño. El MAB actualmente tiene cotizando en su segmento de expansión a 39 empresas, mientras que en AIM actualmente cotizan 967 empresas, 797 sin tener en cuenta bancos, financieras ni real estate trust. Sin embargo, el principal diferenciador es el valor de mercado de las empresas del AIM que presenta una media de £ 97,2 millones, mientras que el MAB presenta una media de £ 54,7 millones. El valor total del capital en circulación de las empresas del AIM (sin tener en cuenta bancos, financieras ni real estate trust) es de £ 77.530 millones, (3,87% del PIB de Reino Unido) mientras que el MAB (segmento empresas en expansión) apenas supera los £ 2.100 millones (0,23% del PIB de España). Estás diferencias dejan claro la capacidad de financiación por fuera del canal bancario de cada una de las economías. Los más de diez años de diferencia en su entrada en escena y el potencial con que cuenta nuestro mercado, auguran sin duda que el MAB seguirá dotando en los próximos años de oportunidades de financiación al sector real, apoyando sus expectativas de crecimiento rentable y sostenible.

Ilustración 15. Comparativo de Emisiones por tamaño de empresa España - Reino Unido

Fuente: Elaboración propia a partir de datos MAB - LSE

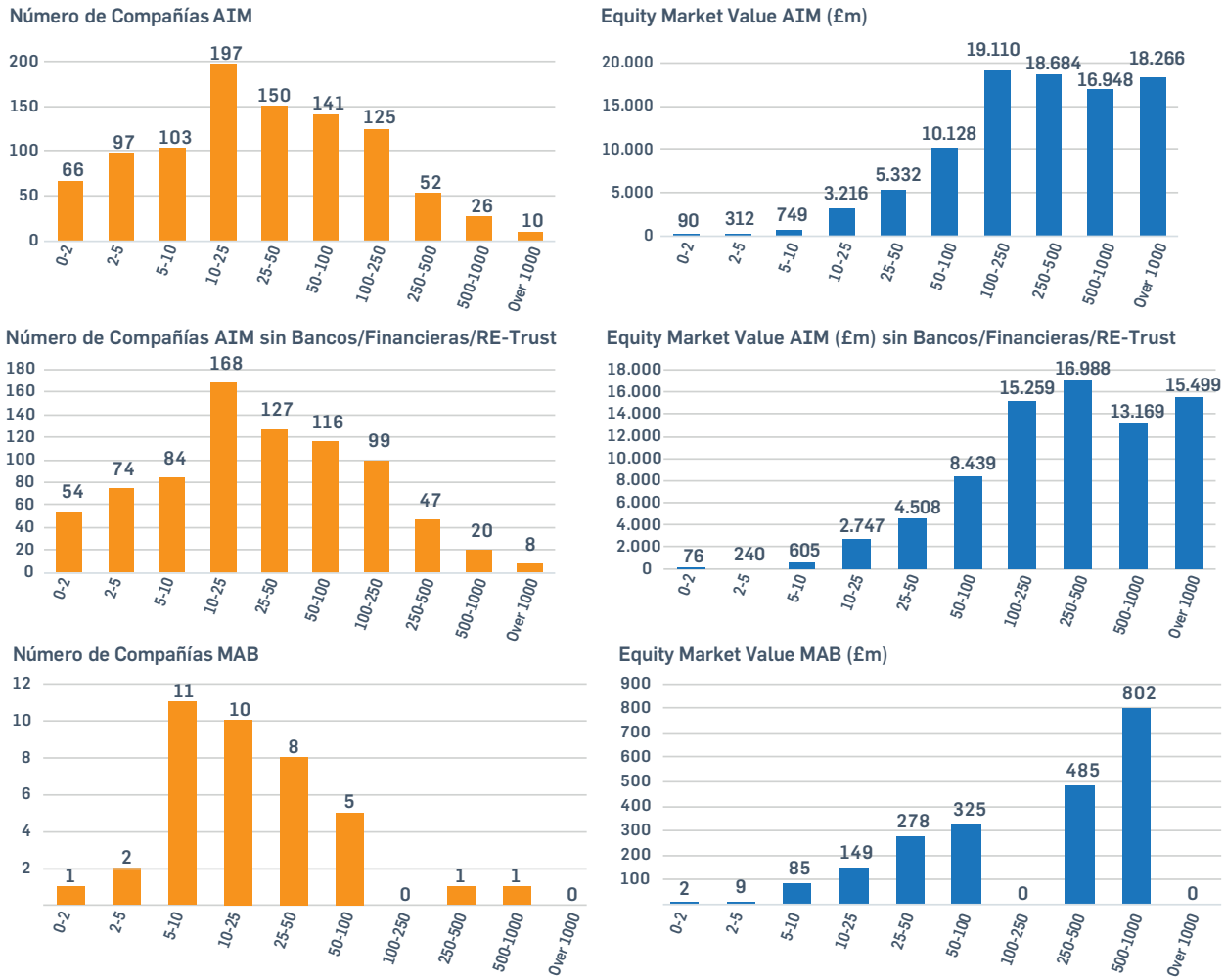


Tabla 5. Distribución de Emisores por tamaño de empresa - Market Value España - Reino Unido

Fuente: Elaboración propia a partir de datos MAB - LSE

	AIM (UK & International without Bank/Financial/Trust)			
Market Value Range (£m)	No. of Companies	%	Equity Market Value (£m)	%
Over 1000	8	1,0%	15.499	20,0%
500-1000	20	2,5%	13.169	17,0%
250-500	47	5,9%	16.988	21,9%
100-250	99	12,4%	15.259	19,7%
50-100	116	14,6%	8.439	10,9%
25-50	127	15,9%	4.508	5,8%
10-25	168	21,1%	2.747	3,5%
5-10	84	10,5%	605	0,8%
2-5	74	9,3%	240	0,3%
0-2	54	6,8%	76	0,1%
Totals	**797**	**100,0%**	**77.530,25**	**100,0%**
Less than £25m	380	47,7%	3.668	4,7%
Less than £50m	127	15,9%	4.508	5,8%
More than £50m	290	36,4%	69.355	89,5%

	MAB - Spain			
Market Value Range (£m)	No. of Companies	%	Equity Market Value (£m)	%
Over 1000	0	0,0%	0	0,0%
500-1000	1	2,6%	802	37,6%
250-500	1	2,6%	485	22,7%
100-250	0	0,0%	0	0,0%
50-100	5	12,8%	325	15,2%
25-50	8	20,5%	278	13,0%
10-25	10	25,6%	149	7,0%
5-10	11	28,2%	85	4,0%
2-5	2	5,1%	9	0,4%
0-2	1	2,6%	2	0,1%
Totals	**39**	**100,0%**	**2.134,31**	**100,0%**
Less than £25m	24	61,5%	245	11,5%
Less than £50m	8	20,5%	278	13,0%
More than £50m	7	17,9%	1.612	75,5%

Respecto a la liquidez y profundidad del mercado, hemos analizado los últimos datos mensuales disponibles de cada mercado (AIM: abril; MAB: mayo) en donde se puede apreciar por qué el mercado AIM cuenta con el reconocimiento actual por parte de empresas e inversores.

Tabla 6. Liquidez de los mercados MAB – AIM

Fuente: Elaboración propia a partir de datos MAB - LSE

AIM

Sector	Número de Operaciones	Volumen	No. De Compañías Negociadas	Valor Negociado (£)
Oil & Gas	120.072	27.773.700.186	105	538.993.913
Basic Materials	135.614	22.303.511.071	141	686.456.275
Industrials	64.447	1.133.151.940	154	478.140.956
Consumer Goods	53.071	1.289.070.472	57	395.912.805
Health Care	73.776	1.066.645.434	89	370.598.777
Consumer Services	238.711	2.250.703.080	99	1.529.076.423
Telecommunications	5.099	182.468.482	11	43.846.333
Utilities	2.486	144.935.697	12	11.281.066
Technology	89.528	3.112.535.427	116	467.938.990
Total	**782.804**	**59.256.721.789**	**784**	**4.522.245.538**

MAB

Sector	Número de Operaciones	Volumen	No. De Compañías Negociadas	Valor Negociado (£)
Aeroespacial	62	977.426	1	529.039
Comercio	0	0	0	0
Electrónica y Software	19	39.719	4	22.106
Energías Renovables	2	2.270	1	3.169
Fabricac y Montaje de Equipo	0	0	0	0
Ingeniería y Otros	14	54.291	2	73.089
Medios Comun y Publicidad	14	3.378	2	4.134
Ocio, Turismo y Hostelería	0	0	0	0
Otros Servicios	0	0	0	0
Pdtos Farmacéuticos y Biotec	38	71.926	6	53.359
Telecomunicaciones y Otros	108	36.836	2	650.994
Total	**257**	**1.185.846**	**18**	**1.335.889**

De las 797 empresas del AIM sin tener en cuenta bancos, financieras y RE trust, 784 presentaron al menos una operación en mercado (98%) mientras que en el MAB de las 39 empresas del segmento de expansión 18 tuvieron operaciones en el mercado (46%).

Renta Fija

En el Reino Unido, se creó en 2010 el mercado ORB. La Bolsa de Valores de Londres introdujo un libro de órdenes para bonos minoristas (ORB) en respuesta a la creciente demanda de los inversores privados por una mayor accesibilidad a los valores de renta fija. Este nuevo servicio comercial por órdenes ofrece acceso a una serie de bonos supranacionales y corporativos, desarrollado en respuesta a la fuerte demanda de los inversores minoristas por el acceso a un mercado secundario de valores de renta fija.

El ORB es un mercado de órdenes electrónicas de bonos minoristas que permite a los inversores privados comprar y vender bonos de manera fácil, rápida y transparente. Este nuevo modelo de mercado además proporciona a los emisores la oportunidad de recaudar recursos y negociar sus bonos minoristas en un mercado transparente y regulado.

Como alternativa de financiación la emisión de bonos minoristas en ORB, se puede aprovechar como una nueva fuente de financiación o bien de diversificación en un nuevo grupo de liquidez conformado por minoristas. Este tipo de emisiones pueden ser como tal una fuente alternativa de financiación o complementar los canales existentes tales como la colocación privada, los préstamos bancarios y los mercados de capital de deuda mayorista.

Características de las Emisiones

El ORB ofrece una mayor flexibilidad a PYMEs en expansión o grandes empresas respecto al mercado mayorista, ya que el tamaño de los bonos puede adaptarse a las necesidades particulares de los emisores; Los tamaños de emisión en el ORB han variado de £ 11 millones a £ 300 millones. Esto puede ser beneficioso para los emisores que no necesariamente necesitan un bono de 500 millones de libras esterlinas (media de admisión al mercado principal). Los emisores por su parte tienen la opción de emitir en tamaños más pequeños de forma recurrente.

Los bonos minoristas se han caracterizado por unas estructuras simples, sin embargo, hemos visto bonos fijos, flotantes e indexados emitidos en el mercado. A medida que el mercado se desarrolla, se espera ver una mayor diversificación en las estructuras de bonos y duración. Una característica común de todos los bonos minoristas listados en ORB es que tienen denominaciones comerciales de menos de 1.000 libras esterlinas. La mayoría de las emisiones en ORB han estado en las denominaciones de £ 100 con una inversión inicial de £ 2.000.

Tabla 7. Estructura de bonos minoristas ORB

Fuente: Elaboración propia a partir de ORB Listing Guide - LSE

Tamaño de la Emisión	+ £25/30m
Listing	Plataforma ORB del London Stock Exchange
Documentación	Memorando la Oferta Pública sujeto a las condiciones ORB.
Denominación mínima	£100/1000. Primera compra de £2000 mínimo
Regulación	Reino Unido
Plazo	Flexible (Máximo registrado 12 años)
Estructura	Bullet
Cupón	Fijo, flotante, Indexado anual, semi-anual
Rating	No es requerido, pero el mercado lo valora significativamente
Proceso de incorporación	Dos semanas
Covenant	Más flexible que las EEFF y el mercado privado
Inversores	Principalmente aunque no limitado a inversores retail, también acuden inversores institucionales.

A cierre de 2016, y analizando 47 emisiones en circulación dentro del segmento corporativo, se observa que el plazo máximo se sitúa en 12 años y el mínimo en 5,5. El cupón medio se sitúa en 4,55% (en línea con los analizados en el MARF), con un máximo de 7,5%. El importe en circulación de estas 47 emisiones es de £ 4.711 millones.

Tabla 8. Emisiones en el Mercado ORB – Características

Fuente: Elaboración propia a partir de datos MAB - LSE

Rango Emisión	Emisiones	Importe Emitido (£m)	Cupón Medio	Plazo Medio
10 - 30	4	83	5,20%	9,3
30 - 50	4	159	5,08%	7,8
50 - 100	20	1.373	5,42%	7,6
100 - 150	9	1.049	5,79%	7,2
150 - 200	6	915	5,05%	8,4
200 - 250	1	200	5,00%	8,5
250 - 300	1	283	1,30%	10,0
300 - 350	1	300	4,80%	9,0
> 350	1	350	3,30%	5,8
Total	**47**	**4.711**	**4,55%**	**8,2**
Máximo		350	7,50%	12,0
Mínimo		11	1,00%	5,5

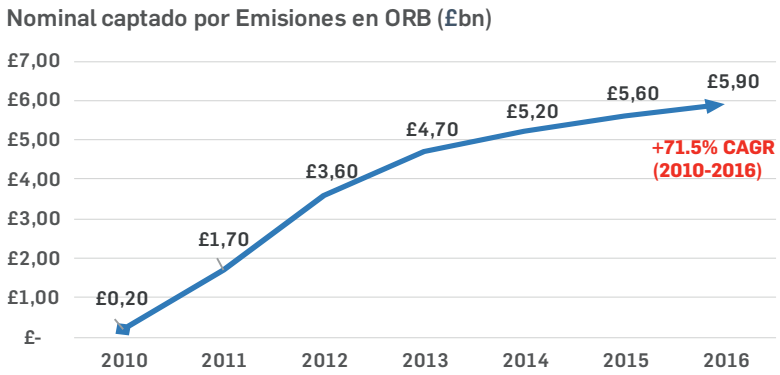
Monthly Listing and Trading Summary

	Listed	Traded (Order Book)					
	April-17	February-17		March-17		April-17	
	End of Month	Number of Trades	Turnover (£m)	Number of Trades	Turnover (£m)	Number of Trades	Turnover (£m)
Corporates	97	59	1.45	105	2.25	66	1.65
Gilts	72	1	0.00	3	0.28	2	0.00
Supranationals	1	-	-	-	-	-	-
Total	170	60	1.45	108	2.53	68	1.65

Si se tienen en cuenta el mercado de GILTS y supranacionales el mercado ORB ha captado cerca de £ 6,0 billones, presentando un crecimiento anual compuesto de 71,5% desde 2010 a 2016.

Ilustración 16. Nominal en circulación ORB. 2010-2016

Fuente: Elaboración propia a partir de datos MAB - LSE



Los principales beneficios de este mercado los encontramos en los siguientes aspectos:

- Es una clara alternativa de financiación para las empresas que buscan diversificar sus fuentes de financiación o complementar las existentes, llegando a inversores minoristas.
- La flexibilidad que ofrece a los inversores, como observamos el rango de emisión parte desde los £ 11 millones.
- Las estructuras simples de los bonos facilitan la comprensión y la toma de decisiones por parte de los inversores minoristas.
- La transparencia de información permite a los inversores conocer en tiempo real el precio de sus bonos gracias a las aplicaciones que ofrece la LSE.
- Es un mercado regulado y monitorizado por la división de supervisión de mercados de la LSE.
- La liquidez que ofrece el mercado gracias a los ajustes en los spreads que reflejan rápidamente los precios de mercado favorecen notablemente el mercado primario, puesto que da la confianza al inversor, que podrá deshacer sus posiciones en el momento que estime oportuno.

ABM – Oslo Borse

El mercado alternativo de renta fija de Noruega es un mercado a resaltar debido al tamaño de la economía noruega (PIB 334.938M de euros), las emisiones corporativas (industriales) representaron en 2016 el 13,4% del total en circulación (6.231M de euros).

Su mercado alternativo funciona de forma muy eficiente. Actualmente existen en circulación 80 emisiones del sector industrial y comercio con unos cupones que oscilan entre el 1,4% y el 15%. El mercado cuenta con 254 emisores (64 de industriales y comercio) y 1.160 emisiones (108 de industriales y comercio), con un nivel de transacciones de 10.621(1284 de industriales y comercio) en 2016.

● Tabla 9. Evolución Mercado ABM. 2010 – 2016

Fuente: Elaboración propia a partir de datos ABM – Oslo Borse

nordic abm	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	% 2016
EUR/NOK	7,8	7,76	7,37	8,46	9,01	9,6	9,058	
TOTAL Nominal EUR	**36.337**	**40.104**	**48.723**	**45.917**	**45.646**	**44.156**	**46.625**	**100,0%**
BONOS	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Gobierno	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Gobierno Garantizados	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Empresas del Gobierno	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Gobierno Local	130	124	217	180	329	279	309	0,7%
Covered bonds	2.197	4.402	6.658	6.990	6.287	6.188	6.892	14,8%
Bancos & Aseguradoras	25.626	27.742	33.144	29.783	30.132	29.272	31.499	67,6%
Bancos Hipotecarios	2.907	2.194	1.772	1.531	504	268	94	0,2%
Industria	3.268	3.190	4.257	5.504	6.696	6.556	6.231	13,4%
Extranjeros	1.394	1.697	1.778	1.331	1.004	759	706	1,5%
Perpetual Hybrid Tier I	0	0	0	47	129	418	497	1,1%
Total bonos	**35.521**	**39.350**	**47.826**	**45.367**	**45.080**	**43.739**	**46.227**	**99,1%**
BILLS & CERTIFICATES	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Treasury bills	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Otros Certificados	816	754	897	550	566	417	397	0,9%
Total bills & certificados	**816**	**754**	**897**	**550**	**566**	**417**	**397**	**0,9%**

Como se observa en la siguiente tabla, Noruega tiene menos de la tercera parte de empresas con las que cuenta España, cómo se aprecia hay un 67% autónomos y el 33% de sus empresas cuentan con más de un empleado a cierre de 2016.

● Tabla 10. Distribución de empresas por tamaño – Noruega

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Statistics Norway

Distribución de Empresas por Empleados

Año	Total Empresas	Sin Empleados	1-4 empleados	5-9 empleados	10-19 empleados	20-49 empleados	50-99 empleados	100 empleados o más	Total con Empleados
2014	401.694	262.264	87.346	24.974	14.779	8.215	2.160	1.956	139.430
2015	402.513	258.958	90.146	25.683	15.140	8.368	2.236	1.982	143.555
2016	413.761	278.593	77.782	26.747	16.551	9.592	2.434	2.062	135.168
% 2016	100%	67%	19%	6%	4%	2%	1%	0%	33%

ExtraMOT – Italia

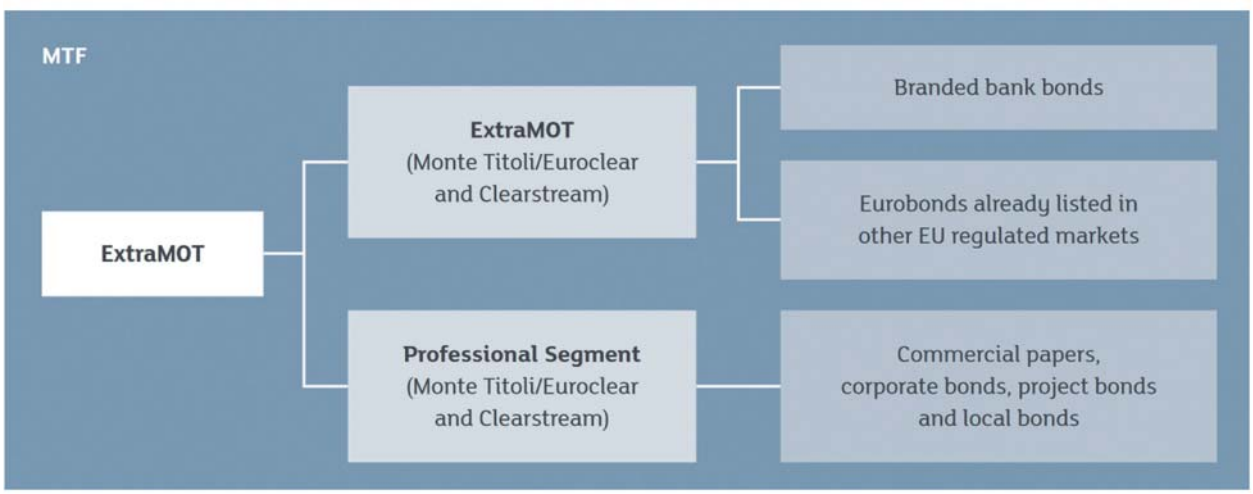
El ExtraMOT es el un sistema multilateral de negociación, creado durante el segundo semestre de 2009 en respuesta al requerimiento particular de intermediarios e inversores, para cubrir la necesidad de negociar eurobonos dentro de un mercado electrónico y automatizado que contrastase con la opacidad que

frecuentemente caracterizan a los mercados de OTC no regulados. Se utilizó la misma plataforma tecnológica y los mismos controles del MOT, por lo tanto, podrían garantizar la transparencia y la eficiencia en el mecanismo de formación de precios, tanto para inversores profesionales como para inversores minoristas.

En febrero de 2013 se lanzó el nuevo Segmento Profesional del mercado ExtraMOT. ExtraMOT PRO dedicado a la cotización de bonos, papeles comerciales, bonos locales y Project bonds. El nuevo segmento nació para ofrecer a las empresas, y en particular a las PYMEs, un mercado nacional flexible y rentable para aprovechar las oportunidades y los beneficios fiscales derivados del nuevo marco regulatorio (Decreto-Law No. 83/2012 el cual facilito la emisión de instrumentos de deuda para PYMEs). Técnicamente no es un mercado regulado bajo MiFID II, pero se constituye como un Sistema Multilateral de Negociación, con una plataforma de negociación muy activa, con unos costes de acceso relativamente bajos, debido a que no son obligatorias las figuras como Listing Partner o Liquidity Provider.

■ Ilustración 17. Estructura Mercado ExtraMOT

Fuente: The MOT and ExtraMOT bond market – LSE Group.



Actualmente este mercado atiende emisiones de bonos inferiores a 500 millones de euros (Mini Bonos) excluyendo a bancos y aseguradoras. La industria de mini-bonos en 2016 confirmó el desarrollo continuo respecto a 2012 inclusive, en respuesta a las dificultades causadas por la crisis financiera y la contracción del crédito.

El crecimiento continuó a pesar de la mejora de las condiciones de acceso al crédito registrada en 2016, confirma entonces la opción de los mini-bonos en el mercado italiano como fuente de financiación alternativa y complementaria.

Ilustración 18. Evolución Mercado ExtraMOT PRO. Instrumentos - Saldo en circulación

Fuente: ExtraMOT PRO Statistics – Abril 2017

El 2016 resultó ser un año de crecimiento progresivo también para la plataforma de intercambio ExtraMOT PRO, a cargo de la Bolsa de Valores de Italia, lo que ha permitido a las empresas acceder a un mercado secundario 'adecuado' para los mini-bonos, con sencillos procedimientos de admisión más rápidos, con unos costos bajos, e incluso en un breve periodo de tiempo se puede acceder a al procedimiento OPS para la colocación inicial de valores. Lo más interesante del mercado ExtraMOT PRO en 2016 fue la introducción en el segmento profesional de un procedimiento de distribución directa a través del "Procedimiento OPS" que permite a un emisor colocar mini-bonos a través de la plataforma tecnológica ExtraMOT de Logic Pro por medio de un operador responsable del mercado, dando acceso directamente a la amplia red de intermediarios del mercado interconectados, agregado a todas las redes de distribución bancaria.

Respecto a los costes del mercado ExtraMOT son comparativamente bajos respecto a otros mercados, solo se compone de un Listing fee de 2.500 euros por instrumento, pero si este ya cotiza o esta admitido en un mercado regulado el fee es de 500 euros y no cuenta con fee periódicos.

AlterNEXT - Francia

En Francia, los mercados financieros para la emisión de bonos de PYMEs son tres: Los segmentos B y C del mercado regulado Euronext, y Alternext, que al igual que ExtraMOT es un sistema multilateral de negociación. Estos mercados están destinados tanto a inversores profesionales, como a minoristas y proporcionan liquidez a emisiones de mini-bonos lanzados por primera vez en noviembre de 2012.

La duración de las emisiones debe estar comprendida entre 5 y 10 años, su nominal debe ser al menos de 5 millones de euros en Alternext y 10 millones euros en Euronext. El emisor debe cumplir una serie de requisitos para la inscripción de valores: (i) emisión de un folleto, (ii) si el emisor no está listado o su capital es inferior a 100M euros es necesario aportar rating, (iii) tres últimas cuentas auditadas.

● Tabla 11. Cifras Alternext

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Euronext

Capitalización			€ millón
	End 2016	End 2015	Change
Euronext	3.274.176	3.012.102	8,7%
Alternext	13.054	13.458	-3,0%
SMEs	**146.228**	**136.503**	**7,1%**
Free Market	9.122	8.914	2,3%
Euronext indices			
Euronext 100	2.350.191	2.249.293	4,5%
Next 150	228.143	239.342	-4,7%

Capital Fondeado en Euronext - SME (€ millón)				
2016	Follows on	IPO	Bonds	TOTAL
Euronext and Alternext	56.422	3.732	80.572	140.725
De los cuales SMEs	**4.583**	**1.430**	**2.639**	**8.652**

Scale - Alemania

El mercado alemán, acaba de lanzar el segmento "Scale", que entró en operación el 1 de marzo de 2017, con el propósito de mejorar el acceso de los inversores a pequeñas y medianas empresas incluidas las empresas en crecimiento. Este segmento remplaza al Entry Standard para acciones y bonos. Así mismo Deutsche Börse AG, ha establecido unos KPIs (Key performance indicators) específicamente diseñados para afianzar el segmento. Estos indicadores utilizados en Scale indican cómo se ha desarrollado el modelo de negocio de una empresa previo a su listado. La inclusión en Scale dependerá del logro de unos niveles mínimos de desempeño, medidos por los KPI del segmento. Esto asegurará que sólo se incluirán en el segmento las empresas que puedan demostrar un desempeño positivo con modelos de negocio definidos.

Por otra parte, este mercado tiene como objetivo cumplir con las directrices MiFID II y MAR (Market Abuse Directive) para los mercados regulados de PYMEs y empresas en crecimiento para asegurar que será capaz de satisfacer la demanda futura de la promoción de las pequeñas y medianas empresas en la UE.

Este mercado es totalmente abierto pudiendo acudir todo tipo de inversores (inversores institucionales, gestoras, family offices, inversores minoristas y high net-worth individuals), por su parte los emisores pueden acudir para financiarse tanto vía deuda como capital.

Una de las principales novedades de este mercado, hace referencia al servicio DirectPlace el cual aumenta el alcance de las colocaciones en empresas ya listadas o en OPVs (Ofertas públicas de ventas) de acciones o bonos. Este servicio permite a los inversores retail adquirir los títulos antes de su colocación, permitiendo a los inversores colocar órdenes de compra a través de su banco custodio durante la fase de suscripción. La

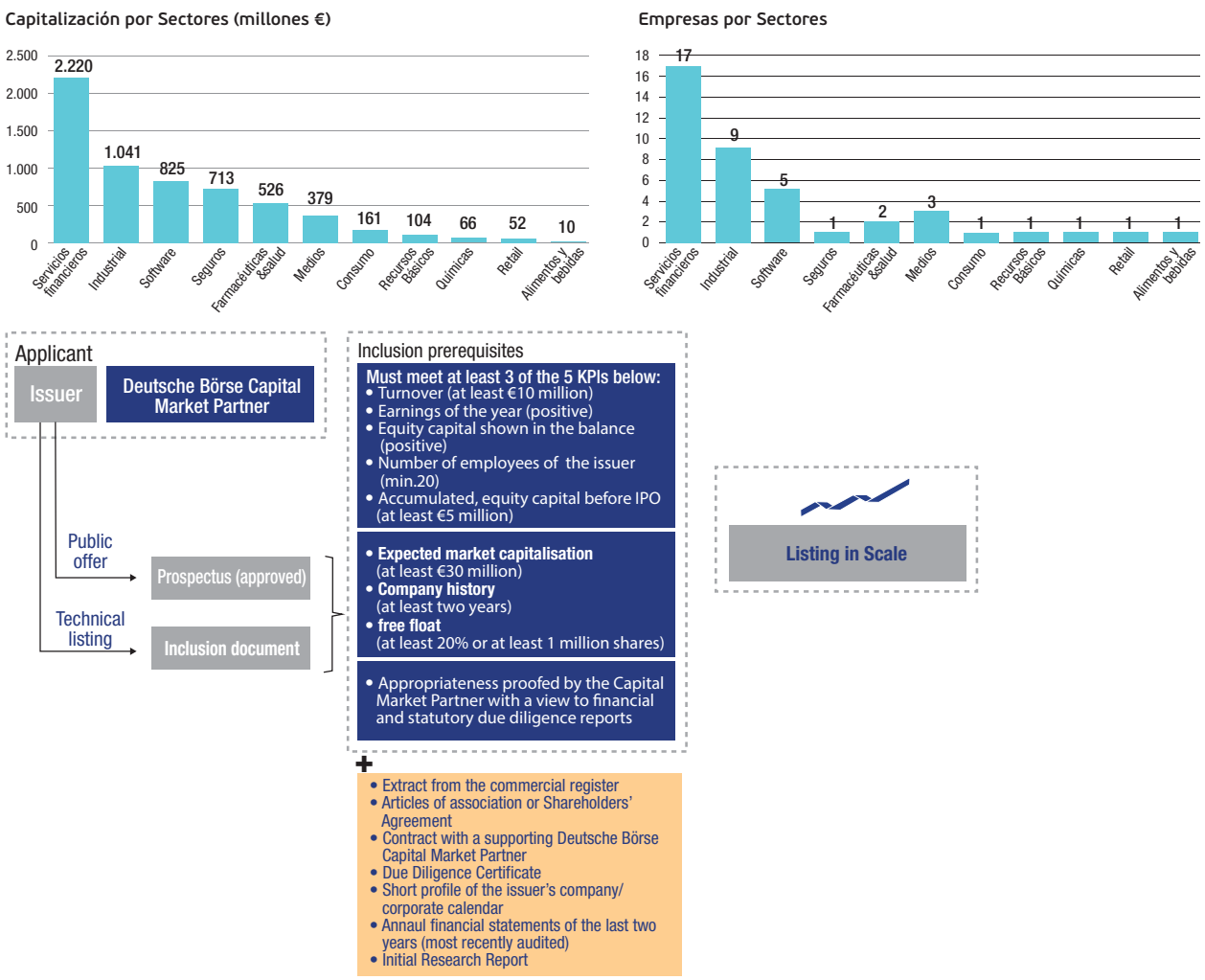
orden se envía automáticamente al libro central, que puede ser visto en cualquier momento por el emisor y el banco que actúa como agente principal. El emisor decide qué órdenes se asignan. Debido al gran número de bancos internacionales y alemanes que están conectados al sistema de negociación de la bolsa de Frankfurt, casi cualquier inversor puede suscribir títulos en la etapa previa a la salida a cotización.

Prerrequisitos para la emisión en Scale – Acciones

En el segmento Scale - Acciones de la bolsa de Alemania, actualmente están listadas 42 empresas con una capitalización de 6.098M de euros.

Ilustración 19. Segmento Scale – Acciones

Fuente: FAQs Scale: New listing Segment Deutsche Börse AG

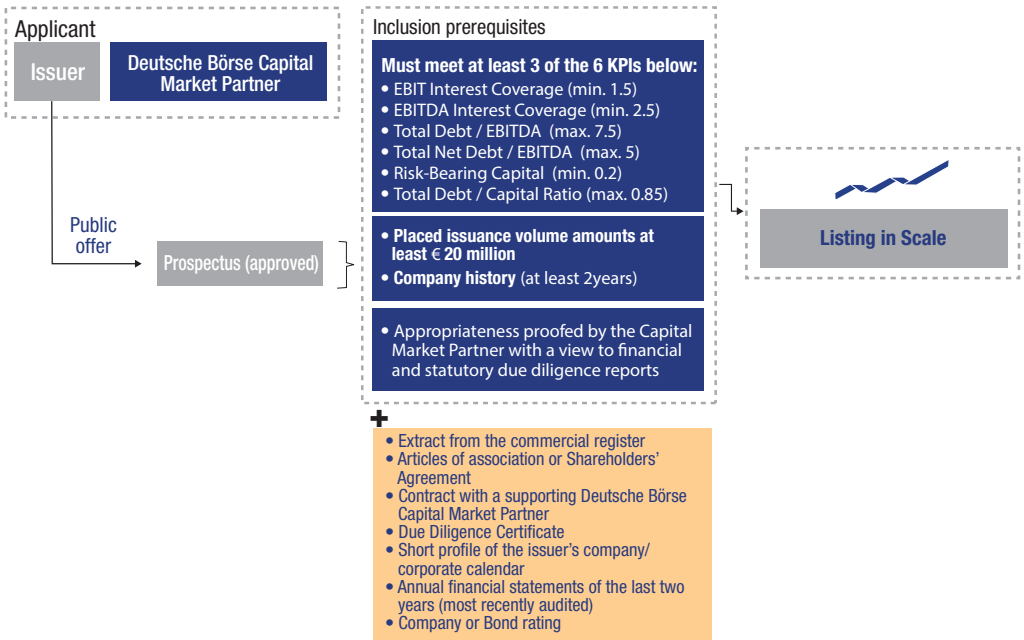


Prerrequisitos para la emisión en Scale – Bonos

Respecto al mercado de bonos, actualmente cotizan 13 bonos en este segmento con un cupón medio de 5,4%.

■ Ilustración 20. Segmento Scale – Bonos

Fuente: FAQs Scale: New listing Segment Deutsche Börse AG



Los fee de acceso para acciones es de 20 mil euros y para los bonos es de 10 mil euros, más un variable en función de nominal emitido según la tabla siguiente, además cuenta con un fee anual por cotización de 20 mil euros y 10 mil respectivamente.

● Tabla 12. Fee Segmento Scale – DB

Fuente: FAQs Scale: New listing Segment Deutsche Börse AG

Market capitalisation (€ million)		Fee per commenced €1 million
over	up to and including	
0	30	0
30	50	700
50	100	350
100	250	250
250		0

5. Impacto de las nuevas tecnologías y la desintermediación en la financiación de las empresas

Como se puede apreciar las nuevas tecnologías están jugando un papel fundamental en el proceso de desintermediación en la financiación de las empresas, iniciativas como las que ha presentado el mercado italiano que buscan reducir la brecha entre las empresas y el mercado de capitales, serán más habituales en el corto plazo, cambiando de una manera significativa la forma como las empresas se relacionan con sus inversores.

En medio del evolutivo entorno regulatorio parece que las prioridades respecto al tratamiento de la incursión de las nuevas tecnologías en los mercados financieros están siendo relevantes, y esto se puede apreciar una directiva que cambiará radicalmente la relación entre clientes e inversores/ahorradores, con lo anterior hacemos referencia a la directiva Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015, sobre servicios de pago en el mercado interior y por la que se modifican las Directivas 2002/65/CE, 2009/110/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) n o 1093/2010 y se deroga la Directiva 2007/64/CE , conocida como PSD2 (Directiva Open Banking)

En los últimos años, con los avances tecnológicos ha surgido una serie de servicios complementarios, tales como los de información sobre cuentas. Estos servicios proporcionan al usuario del servicio de pago información agregada en línea sobre una o varias cuentas de pago mantenidas en otro u otros proveedores de servicios de pago (TPP), a la que se accede mediante interfaces en línea del proveedor del servicio de pago gestor de cuenta (APIs), lo que permite al usuario del servicio de pago tener en todo momento una visión global e inmediata de su situación financiera. Tales servicios deben quedar incluidos también en el ámbito de aplicación de la mencionada Directiva, con el fin de proporcionar a los consumidores una protección adecuada de sus pagos y de los datos de sus cuentas, así como seguridad jurídica en cuanto a la situación de los proveedores de información sobre cuentas.

Esta Directiva, por tanto, tiene como objeto garantizar la incursión en el mercado de nuevos actores (Fintech), de modo que los proveedores de servicios ya existentes y los nuevos, con independencia de sus respectivos modelos de negocio, puedan ofrecer sus servicios en un marco reglamentario claro y armonizado. En espera de que se apliquen dichas normas, sin perjuicio de la necesidad de garantizar la seguridad de las operaciones de pago y proteger al cliente de riesgos demostrables de fraude, los Estados miembros, la Comisión, el Banco Central Europeo (BCE) y la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), deben garantizar una competencia leal en este mercado, evitando que se discrimine de manera injustificada a quienes ya participan en el mercado.

Por lo anterior, esta Directiva se convierte en la piedra angular para la adecuación de la regulación a los avances del mercado, puesto que de aquí se desprenden temas tan relevantes como la protección al inversor

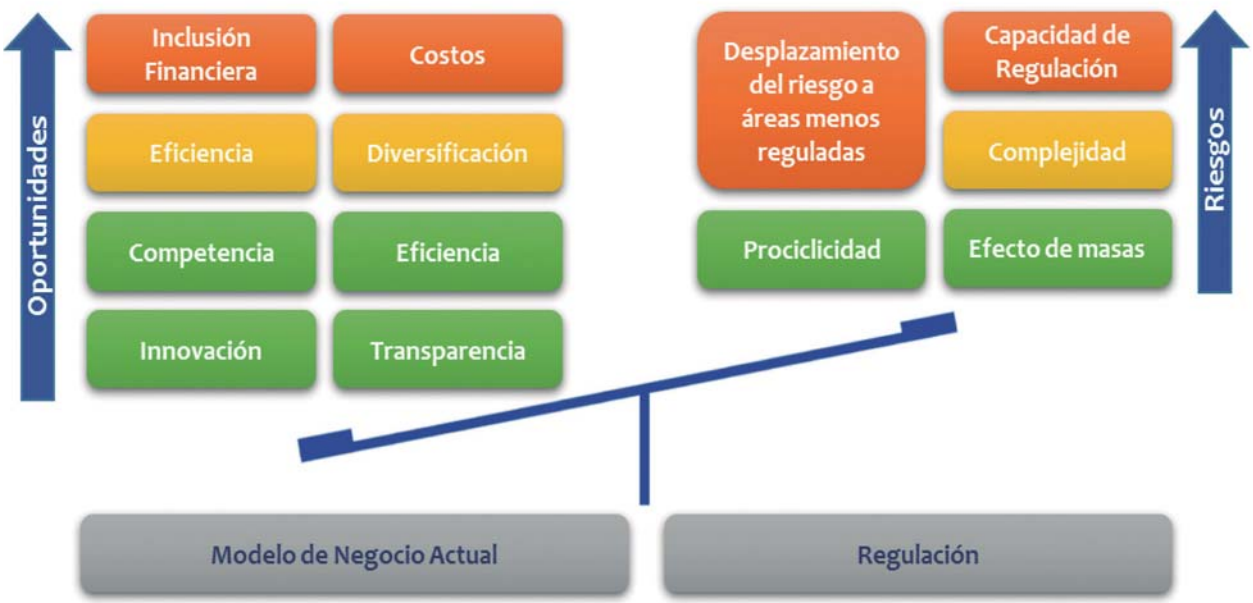
en un amplio sentido. Los desafíos que se generan por la irrupción de las Fintech, Telecos, Bigtech en el mercado deberán ser atendidos de forma eficiente por los reguladores, entre los cuales podemos mencionar, la seguridad de la información, la relación contractual con los TPP, los costes de accesos a las APIs, mecanismos de autorización y la armonización con el resto de marcos regulatorios, como MiFID II, UCIT V, PRIIPs, entre otros, que deberán de ajustarse a los nuevos modelos de negocio que se desarrollarán en adelante.

Desde el punto de vista del inversor, esta directiva abrirá a terceros cualificados información muy relevante que hasta el momento estaba bajo exclusivo dominio de cada Entidad Financiera, dicha información se podrá integrar a los actuales modelos de riesgo de crédito lo cual ayudará a reducir la asimetría de información entre inversores y empresas, principalmente PYMEs que son las que presentan una mayor asimetría frente a terceros.

Por ultimo cabe resaltar la evolución del CrowdFunding y el CrowdLending, que inicio su incursión en la financiación P2P de pequeños proyectos personales y que actualmente encontramos un número relevante de éxitos tanto de plataformas como de proyectos financiados. Esta actividad está regulada en el mercado local mediante la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (Ley de Crowdfunding), la cual pretende regular dichas actividades a fin de mejorar el acceso a la financiación de las empresas y personas, así como promover un entorno de operación que brinde protección a los inversores, supervisadas por la CNMV y sometidas al Banco de España (caso de crowdlending), actualmente existen 19 plataformas de financiación participativa registradas en la CNMV.

■ Ilustración 21. Oportunidades y Riesgos de la Desintermediación Inducida por las Fintech

Fuente: Elaboración propia a partir de Financial Stability Review - BundestBank

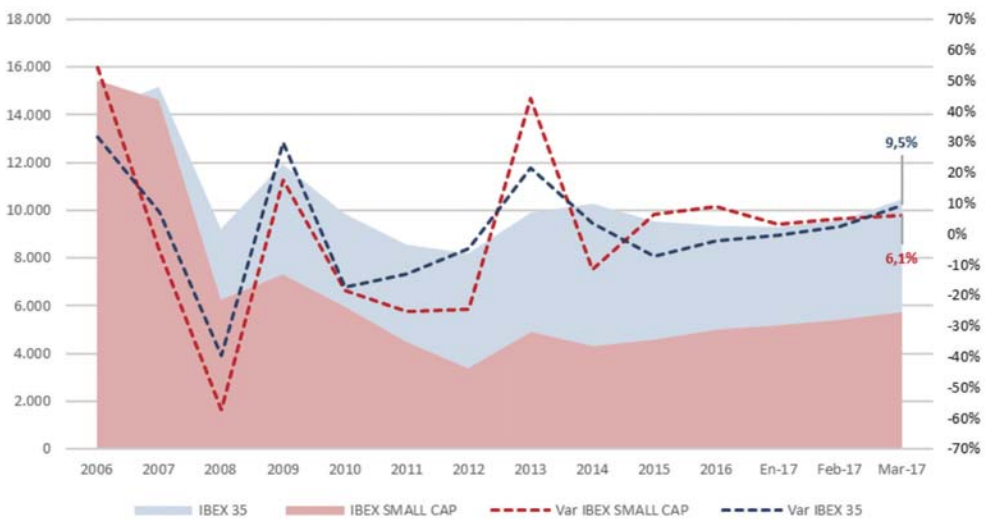


6. Fondos Small / Mid Cap como termómetro del apetito por riesgo

En los últimos dos años hemos venido observando un comportamiento muy positivo de las empresas de menor capitalización tanto en España como en el resto de economía de la zona euro, si se analiza el comportamiento del IBEX Small Cap[9], podemos apreciar que desde el año 2015 el índice ha presentado una tendencia positiva, de hecho, en el primer trimestre del año el volumen acumulado en renta variable ha sido de 159.862 millones de euros y se han negociado durante el mes de marzo 58.238 millones de euros. Respecto a cierre de 2016 este índice ha presentado una rentabilidad del 15,07%, mientras que el IBEX35 presento un 11,8%, según datos de BME a cierre de marzo de 2017.

Ilustración 22. Evolución IBEX35 - IBEX SMALL CAP

Fuente: Elaboración propia a partir de datos BME



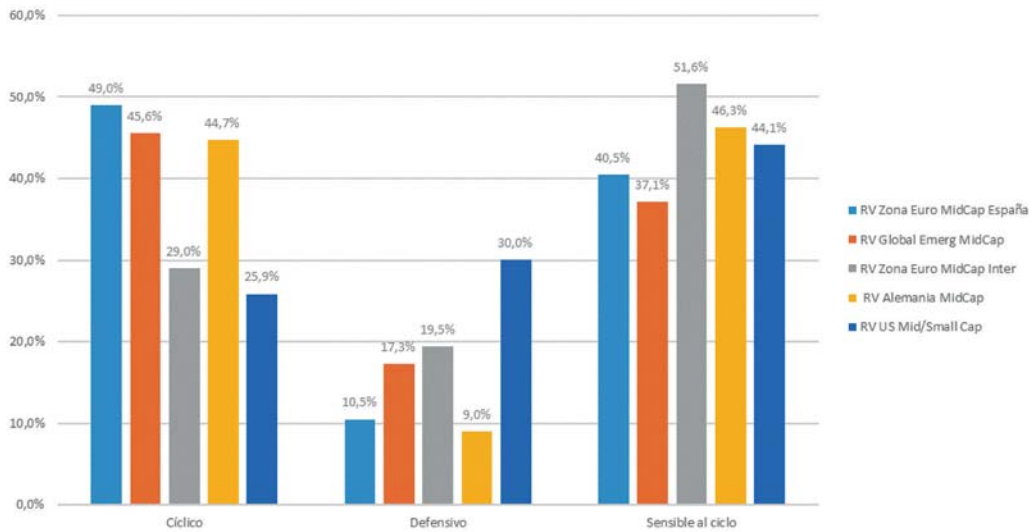
Dada las situaciones analizadas previamente sobre las bajas rentabilidades en el mercado de renta fija, observamos que las empresas de menor capitalización están actualmente siendo seguidas muy de cerca por los fondos de inversión, tal como se aprecia en la composición de fondos Small y MidCap tanto en Europa como en Estados Unidos. España cuenta con varios fondos de inversión en este segmento los cuales invierten en Zona Euro principalmente y en Reino Unido. Este tipo de fondos presentan unas rentabilidades anuales que llegan al 15%, respecto a la composición de las carteras de este tipo de fondos vemos como los fondos españoles están posicionados en sectores cíclicos (49% de la cartera) aprovechando principalmente las buenas previsiones de

9 IBEX SMALL CAP® está diseñado para representar el comportamiento de los valores de menor capitalización negociados en la Bolsa española y para servir como subyacente de productos de inversión.

la economía europea, así mismo, los fondos americanos en dólares están posicionados en empresas sensibles al ciclo (44,1%), principalmente en empresas tecnológicas, las cuales suponen un 30% del peso de la cartera.

Ilustración 23. Clasificación de Fondos Small/Mid Cap por Sectores

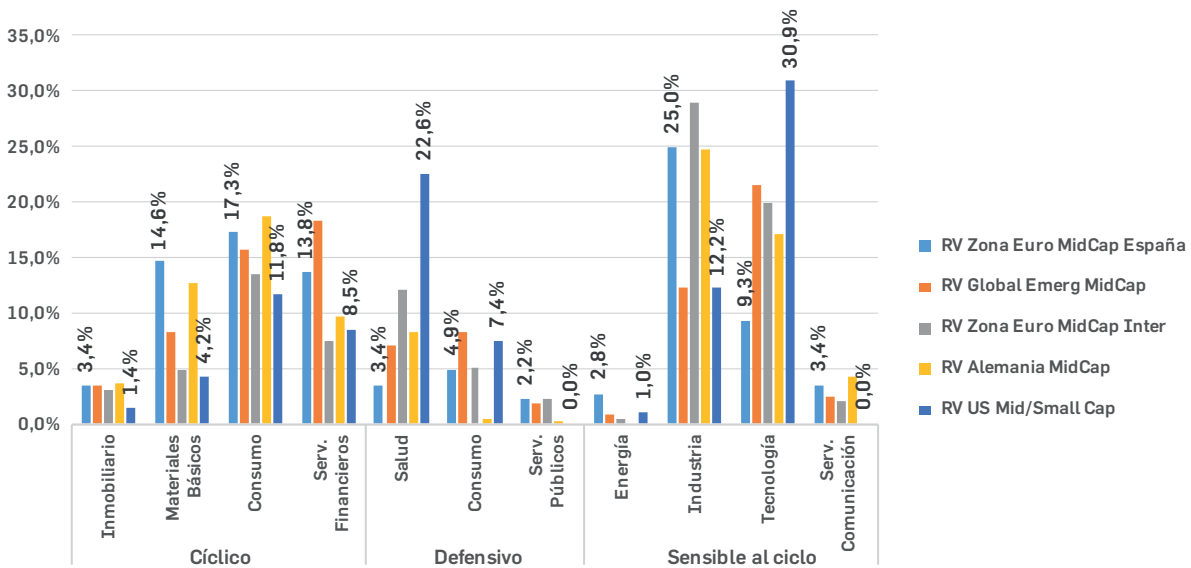
Fuente: Elaboración propia a partir de datos MorningStar



Los fondos internacionales en zona euro, están principalmente centrados en empresas industriales (29%), seguidas por las tecnológicas (20%). Los fondos alemanes por su parte están centrados en consumo cíclico e industria.

Ilustración 24. Clasificación de Fondos Small/Mid Cap por Sectores desagregado

Fuente: Elaboración propia a partir de datos MorningStar



Respecto a sectores defensivos, resalta el sector salud, donde los fondos americanos llegan al 22% de peso medio en sus carteras para esta tipología de fondos. Por último, resaltar que del grupo de fondos analizados, los fondos españoles son los que menos peso dan a las tecnológicas, centrándose más en industria y consumo cíclico, lo cual deja claro las diferentes estrategias de inversión, las cuales suponen unas rentabilidades muy atractivas tanto para inversores minoristas como institucionales.

Este análisis puede servir de referencia y confirmar como las empresas de menor capitalización están en continuo seguimiento por parte de distintos inversores. La instrumentalización de la renta fija en las compañías MidCap que no están listas para cotizar en un mercado organizado, encuentran en el desembarco de fondos de Direct Lending una solución intermedia a sus necesidades. Las iniciativas P2P de la mano de las nuevas tecnologías y el capital riesgo en el mercado local han sido un gran dinamizador de operaciones corporativas en empresas del segmento MidCap e incluso SmallCap. Por tanto, el potencial de la renta fija en este segmento es especialmente atractivo, debido al recorrido que se espera tengan este tipo de compañías en los próximos años.

7. Comentarios finales

Estamos ante un escenario de profundos cambios en la industria financiera, cuando es evidente que aún no hemos acabado de asimilar las medidas de ajuste posteriores a la crisis de 2007. Después de una década cuando ya se empieza a percibir cierta estabilidad en los mercados y en la economía real, apreciamos otro tipo de riegos, tales como los constantes cambios regulatorios en referencia a la solvencia de las EEFF, los bajos tipos de interés que parece permanecerán en la esfera económica al menos a medio plazo en Europa y por último la incursión de nuevos players (tales como las bigtech, telecos y el ecosistema fintech en general) de la mano del desarrollo tecnológico, la disrupción y la desintermediación, los cuales tendrán una significativa injerencia en los mercados a corto y medio plazo.

Si bien es cierto que las políticas del BCE han ayudado a mantener la estabilidad del euro en los momentos más difíciles, las consecuencias a futuro de esta prolongada actuación pueden poner en entredicho el efecto final, puesto que de no poner el freno a tiempo esta sobreestimulación puede acabar afectando de forma negativa a los mercados de renta fija y al mercado en general. Como referencia hemos querido analizar el mercado de High Yield, puesto que nos puede ayudar a tener una mayor sensibilidad de la economía real ya que las emisiones con Investment Grade pueden en cierta medida estar más influenciadas por las buenas expectativas con las que cuenta el mercado actualmente y lógicamente por la estructura actual de tipos.

Como primeros efectos de las políticas del BCE, observamos que los diferenciales de emisiones High Yield e Investment Grade se han ajustado considerablemente, presentando un efecto mayor en las primeras. Está situación nos lleva a pensar si esta mejora en la percepción del riesgo por parte de los inversores se sustenta en los fundamentales de dichas emisiones o por el contrario son el efecto de la

sobreestimulación del mercado como consecuencia de las actuaciones del BCE. Esto es relevante en el sentido de cómo será el efecto del incremento de los tipos a medio plazo en la percepción del riesgo por parte de los inversores y sobre todo en la liquidez del propio mercado.

No cabe duda que estas actuaciones no solo han beneficiado a las grandes empresas, las PYME's también han visto como la reducción del coste de la financiación ha impactado positivamente sus cuentas de resultados, tanto que como se puede apreciar, la estructura de financiación de las empresas en la zona euro ha cambiado sustancialmente, lo que nos lleva a pensar que las mediadas del fomento de mercados alternativos de financiación para las empresas, están teniendo un impacto positivo, si bien aún nos encontramos ante un mercado hiper-dependiente de la financiación bancaria. Esto lo podemos observar en los distintos países que hemos analizado, si bien existen mercados para PYME's tanto de deuda como de capital, tales como Reino Unido, Francia, Noruega que cuentan con mayor profundidad, dadas ciertas características: la existen de mayor cantidad de empresas, como el caso de Reino Unido, costes bajos de emisión en el caso de Noruega y una gran base de inversores en el caso francés (AlterNEXT). Por su parte el mercado italiano y el mercado alemán, se han enfocado en acercar más a los inversores a las PYME's mediante el acceso directo a las emisiones, tanto de capital como de deuda. Aunque gran parte de estas características ya se están aplicando en España, algunas (especialmente fomentar la base de inversores), se deben explorar en España como estrategias a seguir para intentar posicionar los mercados alternativos locales como una opción más relevante dentro de la estructura de financiación de la PYME en España. Preocupa que en cierta medida instrumentos que podrían encajar en la financiación tradicional como es el factoring y el confirming presentan tan poca relevancia cuando están diseñados para facilitar la financiación de las operaciones.

Lo anterior nos lleva a pensar que la profesionalización de la gestión de la PYME debe estar en el centro de atención de todos los agentes, pero principalmente de las propias PYME's, porque de no lograrse un cambio significativo en este sentido, el crecimiento de las empresas estará condicionado en buena medida por el comportamiento de los canales tradicionales de financiación, como ha venido ocurriendo en los últimos años. La incorporación de las empresas al mercado primario, abre un amplio espectro de instrumentos de financiación más flexibles y a medida. Previo a ello las empresas deben conocer cómo operan estos mercados alternativos de financiación, cuáles son sus criterios de valoración y que medidas toman para asegurar que los recursos puestos a disposición de las empresas cumplen con los objetivos tanto de la propia empresa como de rentabilidad de los inversores.

Prueba del mayor apetito por el riesgo, que se percibe en los mercados, lo podemos apreciar en el comportamiento de los inversores, los cuales están centrando su interés en empresas en crecimiento, desde los Business Angels, Venture Capital, Capital Riesgo, Direct Lending hasta los fondos cotizados especializados en Small y Mid-Cap, estos últimos obteniendo rentabilidades de dos dígitos en los últimos años.

Lo analizado en este trabajo nos permite matizar que la capacidad de diversificación de las fuentes de financiación para las empresas pasa por una necesaria profesionalización de la gestión principalmente en las PYME's, ayudando a reducir de esta forma la asimetría de la información el cual es uno de los

problemas más relevantes con que se encuentra el mercado a la hora de valorar las oportunidades de inversión. Con un grado de profesionalización razonable, las empresas serán capaces de atraer inversores, que, de manera conjunta, dotarán de profundidad al mercado, brindando cada vez mayores y mejores alternativas de financiación, las cuales pueden complementar la financiación bancaria conviviendo de manera eficiente y ayudando a consolidar empresas de mayor tamaño, mayor productividad y aportando valor a los accionistas.

8. Bibliografía

» **Banco Central Europeo** (2016). *Informe Anual 2016.* Bruselas: BCE.

» **Banco Central Europeo** (2016). *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area.* Bruselas: ECB.

» **Banco Central Europeo** (17 de Mayo de 2017). *ECB.* Obtenido de ECB - Eurosystem: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html

» **Borsa Italina - LSE Group** (2013). *The MOT and ExtraMOT bond markets: transparency and efficiency.* Milan: Junio.

» **Club de Gestión del Riesgos de España** (18 de Mayo de 2017). *CGRE.* Obtenido de CGRE: http://www.clubgestionriesgos.org/secciones-informacion-riesgos/gestion-de-activos-y-pasivos/

» **Deloitte** (2016). *2016 Financial Services M&A Predictions Rising to the challenge.* Londres: Deloitte.

» **Deutsche BundesBank** (2016). *Financial Stability Review 2016.* Frankfurt: BundesBank.

» **Ernst & Young** (2015). *Advice goes virtual: How New Digital Investment Services are Changing the Wealth Management Landscape.* Nueva York: EY.

» **European Securities and Markets Authority** (2014). *Consultation Paper MiFID II/MiFIR.* Paris: ESMA.

» **London Stock Exchange** (2014). *ORB Listing Guide.* Londres: LSE.

» **London Stock Exchange** (2017). *Accessing the Global Markets Through London - ORB Overview.* Londres: LSE.

» **Mayordomo, S.** (2016). *El programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema y su efecto sobre la financiación ajena de las sociedades no financieras españolas.* Madrid: Banco de España.

» **Mayordomo, S.** (Noviembre de 2016). *El programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema y su efecto sobre la financiación ajena de las sociedades no financieras españolas.* Madrid: Banco de España.

» **Parhar, H., & Crédit Agricole** (Marzo de 2017). *CA CIB HY Conference.* Londres: Crédit Agricole.

» **Unicredit** (3 de Abril de 2017). *Monthly High Yield Index Review.* Londres: Unicredit.

EL PULSO DE LA RENTA FIJA Y LOS PRODUCTOS HÍBRIDOS. PLAZOS Y TENDENCIAS A NIVEL NACIONAL E INTERNACIONAL

Carlos Fernández, PhD, CAIA

Profesor del IEB
Senior Advisor Grant Thornton

Carlos es Asesor de Alinea Global para Asset Allocation. Compagina esa tarea con un rol de senior advisor en el área de tecnología y finanzas en Grant Thornton, donde desarrolla proyectos centrados en big data y en aplicaciones de las DLTs para entidades financieras. Carlos colabora activamente como profesor del IEB en sus áreas de especialización.

Anteriormente Carlos fue subdirector de inversiones de Inversis y responsable del equipo de selección de fondos de la entidad, con 7 analistas y gestores a su cargo. Carlos es Doctor en Economía por la Universidad de A Coruña. Su investigación se centra en las estrategias de carry trade en divisas. Carlos es CAIA Charterholder, CHP y EFA. Es Master en Finanzas por la Universidad de A Coruña y Master en Banca y Asesoría Financiera por la UDIMA.

Beatriz Camacho

Responsable de Renta Fija,
MCH Investment Strategies
Asesora de Alinea Global

Beatriz es Responsable de Renta Fija en MCH Investment Strategies y asesora del fondo Alinea Global. Beatriz ha trabajado Aviva en varias etapas durante 11 años. Ha sido responsable de cash flow matching y fondos de pensiones garantizados en Aviva España, con 5.500 millones de activos bajo gestión, así como directora de Inversiones en Aviva Gestión SGIIC. Además, fue gestora de fondos de bonos corporativos en Beta Capital. Beatriz es licenciada en ADE por la Universidad Carlos III de Madrid. Tiene un Master en Análisis Financiero por la Carlos III y un Master en finanzas cuantitativas por AFI.

CONTENIDOS

1. Introducción: El 2016 como el año de los "eventos" 60

2. Tendencias en la emisión de deuda a nivel global 63

2.1. Deuda pública 63

2.2. Deuda privada no financiera 65

2.3. Deuda financiera 66

3. Los instrumentos convertibles de capital contigente (CoCos) 67

3.1. La estructura de los CoCos y sus distintas modalidades 68

4. Evolución del mercado de CoCos. Los instrumentos convertibles de capital contingente (CoCos) 70

4.1. La distribución geográfica de los emisores 72

4.2. La emisión en función de los mecanismos de activación y absorción de pérdidas 73

5. El papel de los emisores españoles en el mercado global de CoCos 74

6. Conclusiones y expectativas 76

7. Bibliografía 78

1. Introducción: El 2016 como el año de los "eventos"

El año 2016 resultó ser un año repleto de eventos e incertidumbres de naturaleza macroeconómica y política que afectaron tanto a los mercados financieros como a la emisión de deuda pública y privada. Durante la primera parte del año se produjo una caída de los tipos de interés libres de riesgo hasta niveles históricamente bajos, combinado con una ampliación del riesgo de crédito percibido en los principales índices de deuda corporativa. En general, la ampliación de spreads en el sector privado fue moderada, a excepción del componente de energía, especialmente en Estados Unidos. La caída de las principales referencias del petróleo crudo hasta niveles en torno a los 20-30 dólares, que continuaba una tendencia de los años anteriores, provocó las dudas sobre la capacidad de repago de algunos de los emisores del sector energía americanos más apalancados y más vinculados al negocio del "shale oil".

En la segunda parte del año, se produce una leve recuperación en los tipos de interés a largo plazo, y una reducción generalizada de los spreads de crédito. Todo ello en un contexto de condiciones financieras a nivel global todavía extraordinariamente laxas.

Los factores estructurales que han explicado esa situación deprimida de las curvas de tipos en las principales economías desarrolladas se han relacionado con la aceptación generalizada, aunque con escasa base empírica, de la teoría del estancamiento secular (secular stagnation), propuesta por primera vez por el profesor y ex Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Lawrence Summers. La teoría del estancamiento secular supone observar un mundo de bajo crecimiento económico, afectado por una deficiencia crónica de la demanda agregada. El bajo crecimiento estructural se explicaría por el menor crecimiento de la población asociado al envejecimiento, y también a una expansión de la productividad por debajo de su media histórica. A su vez, la escasez de demanda agregada, que en parte se explicaría por el pesimismo estructural sobre el futuro, que aumenta la propensión al ahorro, haría que la aparición de tensiones inflacionistas sea vista como algo altamente improbable. La combinación de debilidad en el crecimiento y una potencial ausencia de tensiones inflacionistas que plantea la teoría del estancamiento secular, deprime los tipos de interés a largo plazo de las economías desarrolladas desde dos vertientes. En primer lugar, la senda de tipos esperados a corto plazo producto de la política monetaria se mantiene dentro de un rango históricamente reducido. En segundo lugar, se reduce notoriamente o incluso desaparece la llamada prima a plazo, que compensa a los inversores en títulos de largo plazo, entre otras cosas, por el riesgo de que se produzcan tensiones inflacionistas no esperadas que reduzcan el valor real de sus inversiones en títulos de deuda.

La sensación de pesimismo estructural que ha deprimido los niveles de tipos de interés durante el año 2016 se ha visto acrecentada por la búsqueda continua de "cisnes negros". Esta situación no es una novedad del año 2016. Ya en el verano del 2015 las sorpresas negativas originadas en China con una caída por debajo de 50 del PMI manufacturero y la decisión por parte de las autoridades locales de permitir una mayor

flexibilidad en la cotización del yuan, generaron fuertes turbulencias en los mercados de activos. Dicha situación se interpretó, de manera claramente exagerada, como una inminente desaceleración abrupta en la economía china y un deseo de los chinos de exportar deflación por la vía de depreciar masivamente su divisa. Ambas hipótesis han quedado desacreditadas por los hechos, pero en su momento contribuyeron a crear un sentimiento negativo que de hecho todavía perdura.

Durante el 2016 podemos citar algunos de estos "cisnes negros", relacionados con eventos de origen macroeconómico o político. Durante los primeros meses, en Estados Unidos, se mantuvieron los temores a una posible nueva recesión. De hecho, los problemas de medición del PIB americano en el primer trimestre, que ya se han convertido en una especie de anomalía crónica (de nuevo en este año 2017 hemos asistido a un primer trimestre por debajo de las expectativas) acentuaron la sensación de fin de ciclo. Los precios del petróleo deprimidos durante los primeros meses permitieron construir escenarios de posibles problemas sistémicos en el mercado de crédito norteamericano, cuyo disparador sería la posible situación de impagos masivos de las compañías del sector. La exposición de algunos bancos al sector de la energía se puso como excusa para relanzar el temor a posibles quiebras en cadena.

En Europa, los problemas en el sector bancario europeo también provocaron una reducción del apetito por el riesgo de los inversores, especialmente en las emisiones híbridas, pero también en el mercado high yield y en los tramos de mayor riesgo de los bonos grado de inversión. Las noticias sobre los problemas del sector bancario italiano en su conjunto, con los elevados niveles de mora en balance, o las dificultades de algunos grandes bancos alemanes, mantuvieron el foco de tensión sobre el papel financiero europeo.
El evento geopolítico que marcó el primer semestre del año fue el referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea. El sí a la salida generó escenarios de altísima volatilidad en los mercados de activos, aunque su impacto tuvo escasa repercusión en el conjunto del año, excepción hecha de los precios de algunos instrumentos financieros vinculados al propio Reino Unido. A pesar de la expectativa sobre un escenario de "crack" en los mercados en el caso de materializarse el Brexit, la realidad posterior fue que una vez pasadas un par de semanas de la votación, la situación se había normalizado salvo en contadas excepciones. Sin embargo, a pesar de la escasa repercusión del Brexit en los mercados en el conjunto del año, el resultado del referéndum ha permitido ahondar en la sensación de desconfianza y temor sobre el proceso de integración europea.

En la segunda mitad del año, la menor presión de "cisnes negros", así como los síntomas claros de repunte de la economía y el comercio mundial contribuyeron a mejorar el sentimiento, generando un primer movimiento de los tipos libres de riesgo a medio plazo al alza, y una reducción de los spreads de crédito de carácter global.

Pero como tantas veces sucede en los mercados, el catalizador del cambio de tono en los mercados mundiales de renta fija fue un evento no esperado, y no vinculado además con la situación económica del momento. La inesperada victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos, no sólo no supuso una debacle en los mercados internacionales, sino un aumento del apetito por el riesgo de los inversores en casi todas las clases de activos. Las promesas del recién elegido presidente de llevar a cabo políticas

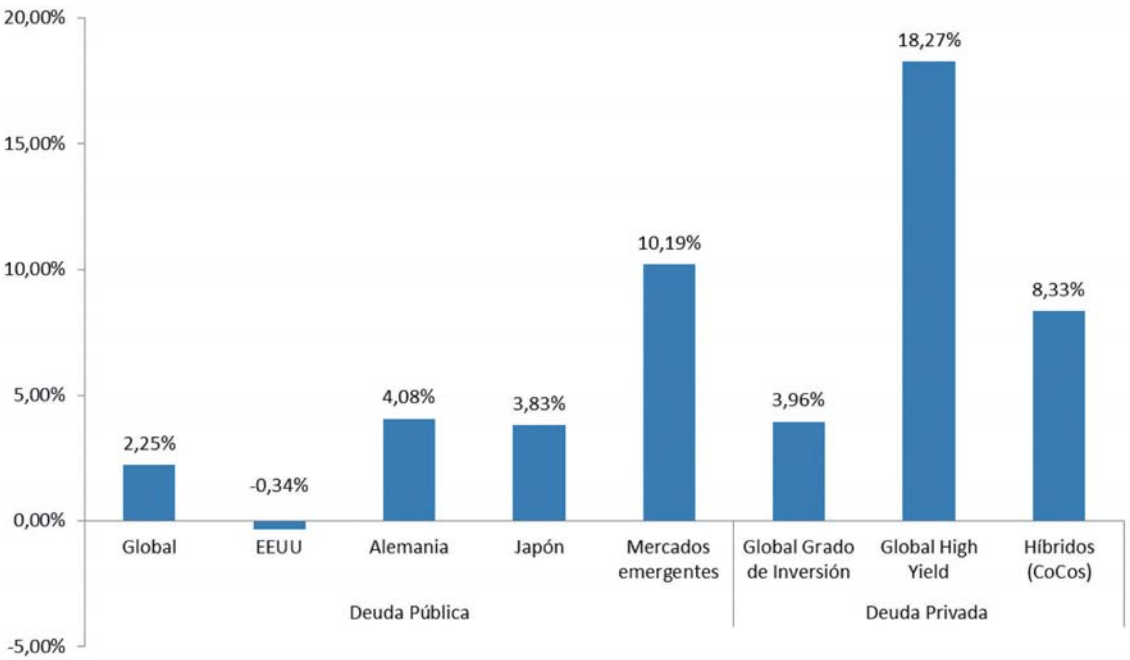
fiscales expansivas fueron leídas por el mercado como una potencial fuente de tensiones inflacionistas en una economía ya muy cercana al pleno empleo. Así, a raíz de las elecciones, se generaron tensiones en las curvas de deuda, especialmente en el mercado americano, en los dos últimos meses del año.

En el año 2016 se ha acentuado la divergencia de política monetaria entre los principales países desarrollados. La Reserva Federal apunta progresivamente a condiciones monetarias menos laxas. Sin embargo, por distintos motivos, Reino Unido, la Unión Europea y Japón mantienen políticas monetarias muy expansivas. En el caso de Reino Unido, la votación del Brexit obligó al Banco de Inglaterra a alterar significativamente su política, dejando de lado el esperado proceso de normalización monetaria. El Banco de Japón, por su parte, se ha visto obligado a incrementar sus medidas de expansión cuantitativa. El Banco Central Europeo ha admitido la compra de deuda corporativa grado de inversión dentro de su programa de relajación cuantitativa. Este hecho ha tenido un indudable efecto sobre la contracción de los spreads en la deuda corporativa europea, e incluso ha provocado un notable crecimiento de la emisión de compañías norteamericanas en euros.

El año 2016 ha vuelto a ser un buen año para los inversores diversificados en renta fija. Así, como puede observarse en el gráfico 1, a excepción de la deuda pública en dólares, los resultados han sido positivos en casi todas las principales clases de activos. Especial atención merecen los resultados de los índices globales para las clases de deuda consideradas de mayor riesgo, tanto los bonos corporativos high yield como las emisiones de mercados emergentes.

Gráfico 1. Evolución de las clases de activo de renta fija en 2016

Fuente: JP Morgan, Bloomberg. Datos en euros considerando cobertura de la divisa.



2. Tendencias en la emisión de deuda a nivel global

La actividad de los mercados de deuda en 2016 no fue ajena a la situación general económica y financiera. Aunque en este apartado trataremos la cuestión desde el punto de vista de las emisiones, es conveniente comentar, aunque sea brevemente, el reto al que se enfrentan los agentes demandantes de instrumentos de renta fija para sus carteras. Así, los inversores en mercados de deuda siguen posicionados en la tendencia de los últimos años que les obliga a tomar más riesgo para poder cumplir con sus objetivos de rentabilidad a largo plazo. Los niveles históricamente bajos de los tipos de interés arrastran a la baja las rentabilidades esperadas de todos los activos financieros, produciendo el conocido escenario de "búsqueda de yield". Debido a esta discrepancia entre objetivos y expectativas de retorno, los inversores institucionales se ven obligados a ir "saltando" desde activos de menor riesgo hacia los activos de mayor riesgo crediticio. Además, la propia caída de los tipos de interés a largo plazo propicia un incremento del riesgo de tipo de interés de los índices de renta fija. Esta situación es producto de la conocida relación entre el nivel de la rentabilidad de un bono medida por su tasa interna de retorno, y su sensibilidad a los tipos de interés. A menor nivel de TIR, todo lo demás constante, la sensibilidad del bono ante cambios en los tipos de interés –su duración– se incrementa. Dicho efecto toma una mayor relevancia al ampliarse el plazo de las inversiones. Esto es extrapolable a la situación de las carteras de bonos, y por ende, a los índices de renta fija.

2.1. Deuda pública

Las emisiones brutas de deuda pública durante el año 2016 crecieron moderadamente frente a los niveles del año anterior. Así, en los países desarrollados, se colocaron 5,92 billones de deuda pública en 2016, con un incremento del 4,09% respecto al año anterior. En el gráfico 2 se representan los volúmenes de emisión para los principales países frente a los niveles de emisión del año inmediatamente anterior. Como puede observarse, las emisiones brutas aumentan en Estados Unidos y Japón y se reducen ligeramente en Reino Unido y la Zona Euro.

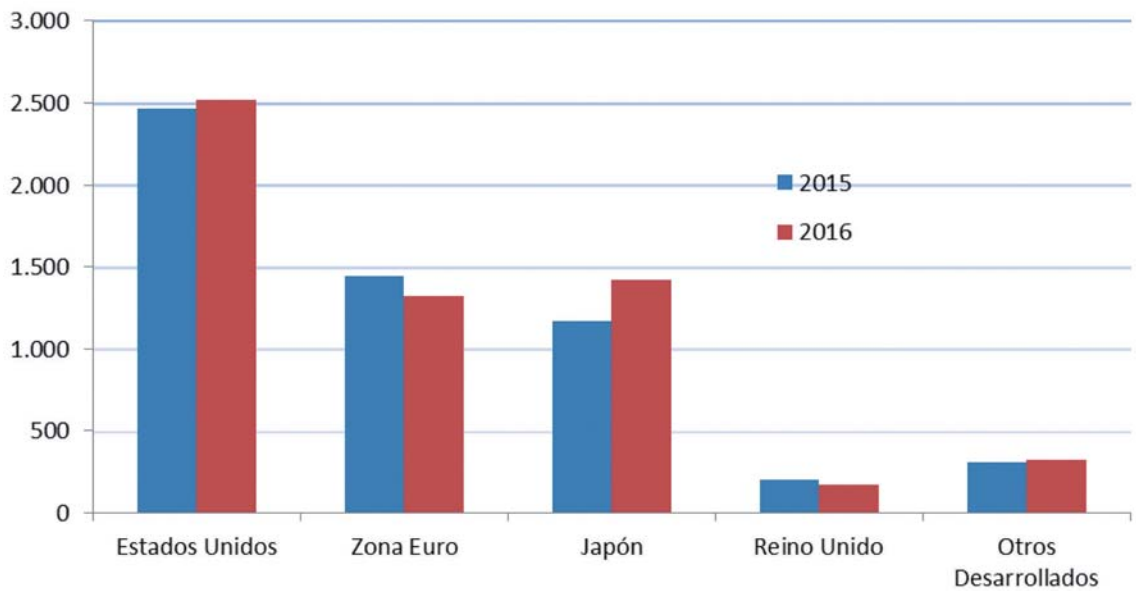
A pesar del moderado crecimiento de las emisiones brutas, la emisión neta de deuda pública en los mercados desarrollados ha continuado su proceso de tendencia a la baja, producto de los escenarios de mayor consolidación fiscal en casi todos los países. De hecho, las emisiones netas de los principales países desarrollados ya se situaron en 2016 significativamente por debajo del billón de dólares, frente a los más de 4 billones de emisión neta del año 2009. Frente a un año 2015 en el que la mayor parte de la emisión neta se concentró en la deuda norteamericana, en el 2016 se produjo un reparto mayor entre las emisiones netas de deuda japonesa y las norteamericanas. Debido al proceso de consolidación fiscal en la Zona Euro, durante el año 2015 y el 2016 ya no se ha producido una emisión neta de deuda pública en la región.

El mayor apetito por el riesgo mostrado por los inversores, así como la existencia de tipos de intereses notablemente reducidos en las curvas de tipos de los países desarrollados, han empujado en general a los

emisores al aumento del plazo a vencimiento de las emisiones. Este efecto ha sido especialmente notable en la Zona Euro, donde durante los dos últimos años se observa un aumento significativo del nivel de vencimiento medio de la cartera de deuda pública, que pasa desde niveles inferiores a los 10 años a finales del año 2014, hasta niveles significativamente superiores a los 12 años con los últimos datos disponibles. En Japón el vencimiento medio de las emisiones vivas del gobierno se sitúa por encima de los 15 años, siguiendo una tendencia moderada de aumento de duración que ha incrementado en más de cuatro años el perfil de vencimiento en los últimos 10 años.

Gráfico 2. Emisiones brutas de deuda pública - mm USD

Fuente: BdE, BIS.



El caso de Estados Unidos es diferente. El vencimiento promedio de la cartera de deuda pública se había incrementado tras la crisis hasta alcanzar los 10 años a mediados de 2010. Desde entonces se ha mantenido estable en torno a esos 10 años con una ligera reducción del vencimiento medio desde mediados de 2015 y 2016. Parte de esa reducción se explica por la mayor demanda de títulos de deuda pública a corto plazo. La entrada en vigor en octubre de 2016 de la reforma de los fondos de inversión del mercado monetario produjo un incremento significativo de la demanda de Letras del Tesoro durante el conjunto del año, por lo que el Tesoro americano incrementó la emisión neta de Letras reduciendo la de títulos de deuda a largo plazo. A pesar de este efecto, distintos analistas han destacado la posibilidad de que la nueva administración Trump podría aprovechar los bajos niveles de tipos de interés para incrementar la emisión de títulos a largo plazo, incluyendo bonos a muy largo plazo, en línea con las tendencias recientes de otros emisores públicos. Desde luego, el perfil de vencimiento de la cartera de deuda pública americana es el menor entre sus comparables.

2.2. Deuda privada no financiera

El año 2016 se saldó con un volumen record de emisiones de deuda privada no financiera a nivel global. La emisión total alcanzó los 1,465 billones de dólares, con un incremento del 5,77% respecto al año anterior. El dato agregado enmascara, sin embargo, diferencias entre las principales áreas geográficas y el nivel de riesgo asumido.

Por geografías, las emisiones totales en Estados Unidos permanecieron estables frente al año anterior, con una ligerísima reducción en el volumen de emisiones. La estabilidad de las emisiones en dólares podría deberse a la menor laxitud mostrada por las Reserva Federal en cuanto a la evolución de su política monetaria.

En el caso de la Unión Europea, la decisión del Banco Central Europeo de incluir en su programa de compras la deuda corporativa a partir del 8 de junio[1], produjo claros efectos en el mercado durante el resto del año, tanto en volúmenes como en precios. Desde el lado de los precios, esa decisión contribuyó a reducir significativamente los niveles de spread de la deuda corporativa de los principales benchmarks en euros y, por efecto de la búsqueda de "yield", la de los bonos high yield y las emisiones financieras. Desde el lado de los volúmenes, el crecimiento de las emisiones en la Zona Euro respecto al año anterior resultó especialmente notable. Así, el volumen emitido en 2016 se situó en 348,000 millones de dólares frente a los 264,000 del año anterior, un aumento de más del 30%.

Las emisiones de bonos corporativos grado de inversión vivieron un año record en el 2016. La emisión total de bonos grado de inversión se situó por encima de los 1,4 billones de dólares, continuando una tendencia al alza que se veía ya en el volumen de 2015 frente a los tres años anteriores. En el caso de los bonos corporativos grado de inversión, las decisiones de algunos bancos centrales de ampliar su programa de compras a emisores del sector privado demostraron tener una gran relevancia en la respuesta de la oferta de emisión. El caso más significativo es el ya comentado del Banco Central Europeo. Sólo las adquisiciones de títulos del BCE permitirían explicar un 63,75% del incremento de las emisiones globales de bonos grado de inversión en el año 2016.

Las tensiones en los mercados de alto rendimiento afectaron especialmente a las emisiones de bonos high yield de compañías norteamericanas durante el primer trimestre de 2016. Ese período coincide con los momentos de mayor incertidumbre sobre las compañías del sector energético, tal como se ha adelantado en la introducción del artículo. A pesar de un mal primer trimestre para la emisión de bonos high yield corporativos, la demanda de los inversores permitió cerrar el año 2016 con una emisión de bonos de alto rendimiento en el entorno de los 407,000 millones de dólares a nivel global. Dichos niveles superaron a los de 2015, un año en el que la emisión fue de más a menos, debido a las mayores incertidumbres del segundo semestre. A pesar del primer mal trimestre, las emisiones de bonos de baja calificación crediticia aumentaron en el conjunto del año en Estados Unidos frente a 2015 en torno a un 9,75%.

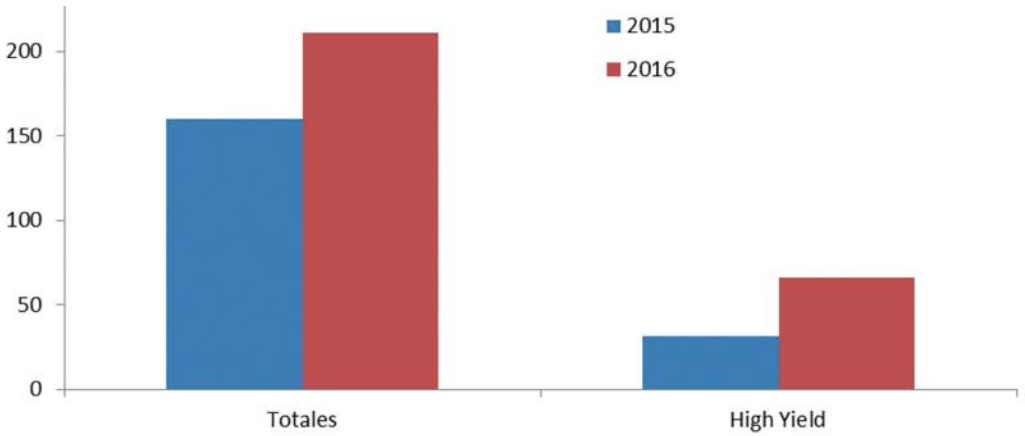
1 El BCE decidió incorporar a su programa de compras, tanto en primario como en secundario, a emisores domiciliados en la Zona Euro con grado de inversión y para emisiones en Euros.

Las emisiones de baja calificación en Estados Unidos y Países emergentes explican el crecimiento de la emisión global de high yield. En la Zona Euro se produjo una caída de en torno a un 10% en el volumen de las emisiones frente al año anterior. Por último en el Reino Unido, la incertidumbre asociada al Brexit penalizó claramente a los emisores de mayor riesgo en libras, reduciéndose el volumen de emisiones de bonos high yield en más de un 40% respecto al año anterior.

El apetito por el riesgo de los inversores y la búsqueda de yield se observa en el significativo aumento de los bonos corporativos emitidos en mercados internacionales por compañías radicadas en países emergentes (gráfico 3). Dichas emisiones se situaron en 2016 en los 211,000 millones de dólares, con un incremento del 31,81% respecto al año anterior. En concreto, el segmento más arriesgado de bonos corporativos calificados por debajo de grado de inversión de emisores emergentes creció un 109% hasta los 66,000 millones de dólares. A efectos de comparación, la emisión total de empresas high yield en la Zona Euro durante el 2016 fue de 65,000 millones de dólares.

Gráfico 3. Emisiones de corporativos emergentes en mercados internacionales - mm USD

Fuente: BdE, BIS.



2.3. Deuda financiera

Las emisiones de **empresas financieras** sufrieron al inicio del año tras la publicación de malos datos en Europa y por las dificultades para interpretar la regulación de los CoCos, en concreto, la suspensión de cupones y los write downs, aumentó la tensión en la deuda subordinada bancaria europea. El resto del año el mercado se comportó con normalidad, pero las emisiones de deuda subordinada emitida en Europa fueron inferiores a las del año anterior. Hablando en general, las emisiones de entidades bancarias no crecieron significativamente (aumentaron en Reino Unido, EEUU y Japón mientras que cayeron en el resto de la UE: zona Euro por el aumento de liquidez suministrada por el BCE y la incertidumbre regulatoria).

La emisión de **covered bonds** experimentó una fuerte caída por un efecto sustitución de la financiación bancaria en mercados financieros por la obtenida en el BCE. En el caso del Reino Unido influyó la incertidumbre en cuanto a su cómputo dentro de los ratios regulatorios.

3. Los instrumentos convertibles de capital contigente (CoCos)

La deuda híbrida, especialmente la vinculada a emisores financieros, ha tenido un notable desarrollo con posterioridad a la Gran Recesión. La crisis puso en evidencia la deficiente calidad y cantidad del capital de las entidades financieras, y cómo éste no había sido suficiente para permitir la absorción de pérdidas o la liquidación ordenada de entidades no solventes. Como consecuencia de dicha situación, fue necesario recurrir a soluciones financieras que involucraron el uso de recursos públicos.

Un instrumento híbrido es aquel que posee elementos de deuda y de renta variable. Usualmente son títulos de renta fija que tienen elementos específicos que los hace cercanos a los instrumentos de renta variable. Son instrumentos perpetuos o con vencimientos muy largos (50-60 años), aunque suelen tener una opción. Usualmente existen mayores incentivos a su ejercicio cuanto menor es el componente de equity. Al ser productos con rating por las principales agencias, su emisión es menos costosa en comparación con la emisión de renta variable. Su atractivo reside en la posibilidad de aumentar el equity sin dilución para los accionistas y sin dañar la cotización de la acción en bolsa. Debido a su subordinación y al mecanismo de conversión en acciones, su emisión tampoco daña a los actuales deudores; de hecho mejora la calidad de la deuda senior. Normalmente están subordinados a todos los tipos de deuda y son sólo senior respecto al equity. Los CoCos son un tipo de instrumento híbrido.

Tras el estallido de la crisis, desde Basilea III se estableció un mínimo de capital y un número de "buffers" para asegurarse de que no se volvieran a repetir situaciones anteriores. Dichas modificaciones se recogen en el capítulo 4 de la directiva comunitaria CRD IV[2], y en el capítulo 3, Sección 1 de CRR[3].

Los CoCos surgen como instrumentos capaces de solucionar estos problemas y aumentar la resilencia del sector bancario. Estos instrumentos permiten mejorar la efectividad de los buffers de capital y la eficiencia para la resolución de bancos going-concern/gone-concern. Su función es absorber pérdidas de acuerdo a sus términos contractuales, cuando el capital de la entidad financiera cae por debajo de un cierto nivel. Los instrumentos híbridos no son una clase de activo desconocida para el sector financiero. Sin embargo, hasta la aparición de los CoCos, los instrumentos híbridos sólo absorbían pérdidas en

2 Capital Requirements Directive IV,
3 Capital Requirements Regulation.

el caso de que se produjesen resoluciones efectivas de bancarrota. En la tabla 1 puede observarse la situación de los CoCos dentro de la estructura del pasivo de una entidad financiera.

● Tabla 1

Fuente: Stefan Avdjiev et al.

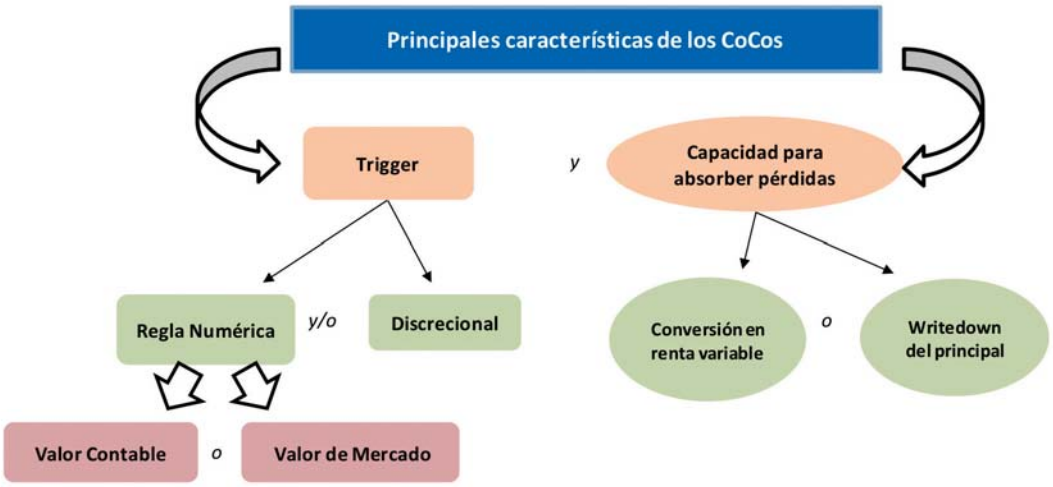
Core Equity Tier 1 (CET1)	Acciones Ordinarias Beneficios distribuidos	CET1 ≥ 4,5% del Activo de Riesgo Ponderado
Additional Tier 1 (AT1)	Acciones Preferentes **CoCos con trigger alto**	CET1+AT1 ≥ 6% del ARP
Tier 1 (T2)	Deuda subordinada ex CoCos **CoCos con trigger bajo**	CET1+AT1+T2 ≥ 8% del ARP

El principal propósito de un híbrido corporativo es defender el balance del emisor. Debido a su capacidad de absorber pérdidas los CoCos ayudan a satisfacer los requerimientos de capital regulatorios. Son particularmente atractivos para bancos y aseguradoras que están obligados a mantener unos niveles específicos de capital controlados por el regulador CRD IV (para bancos) o Solvencia II (aseguradoras). Permite cumplir con los requerimientos de capital a un coste más bajo que el equity. Permite el apalancamiento de las instituciones financieras en los "buenos tiempos" y constituyen un colchón en los "malos".

3.1. La estructura de los CoCos y sus distintas modalidades

Los CoCos vienen principalmente definidos por dos características que son el mecanismo de absorción de pérdidas y el *trigger* que activa dicho mecanismo (debe estar relacionado con los niveles de capitalización de la entidad financiera).

Fuente: Elaboración Propia



Respecto al mecanismo de absorción de pérdidas, estos instrumentos pueden aumentar el capital bancario mediante la emisión de "equity" de dos formas:

- **Mediante conversión a equity (CE).** El CoCo aumenta el CET1 convirtiendo los bonos en equity a un ratio de conversión predefinido. Este ratio de conversión puede basarse en:
  - El precio de mercado del capital en el momento que se activa el mecanismo. Esta opción conllevaría una dilución sustancial de los accionistas existentes ya que el precio de la acción estaría en niveles muy bajos cuando el mecanismo de absorción de pérdidas se activara, pero a su vez, esta dilución tan sustancial crearía incentivos a los accionistas para que protegieran la activación del *trigger* aumentando capital antes de que esto sucediera.
  - Un precio prefijado. Muy a menudo el precio del equity en el momento de emisión del CoCo. Esta opción limita la dilución de los accionistas existente pero también disminuye sus incentivos para evitar el *trigger*.
  - Una combinación de los anteriores. La fijación de un ratio de conversión igual al precio de la acción en el momento de conversión sujeto a un suelo o floor preservaría los incentivos para los accionistas.

- **Mediante impago del principal.** Esta opción, a su vez podría consistir en un impago total o parcial. Además, podría ser temporal o permanente dependiendo de la situación particular de la entidad. La mayoría de los instrumentos incluyen un impago total entre sus características, aunque hay excepciones como el CoCo que emitió Rabobank en marzo de 2010 en el que hay un impago parcial del 75%. Desde un punto de vista práctico, sin embargo, quedarían dudas en este caso sobre la capacidad de repago de la entidad para el 25% restante.

En general, el inversor institucional de renta fija preferirá la absorción de pérdidas mediante impago ya que a pesar de que la conversión a equity permite una ganancia potencial en el futuro es probable que su política de inversión le impida tener este tipo de activos y tenga que proceder a su desinversión en caso de conversión.

Respecto a los ***triggers***, es decir, los catalizadores que disparan el mecanismo de absorción de pérdidas, se plantean las siguientes alternativas:

- **La existencia de una regla numérica.** Se utiliza una métrica basada en los niveles de capital del banco sobre sus Risk Weighted Assets (RWA). La medida de capital puede basarse en:
  - Valor contable: Normalmente están especificados contractualmente en función del ratio formado por el valor contable del Common Equity Tier 1 (CET1) y los RWA. Su efectividad depende fundamentalmente de la frecuencia con la que el ratio se calcula y publicita así como del rigor y consistencia de los modelos internos que pueden ser muy distintos en función de

los bancos y a lo largo del tiempo. Estos ratios han sido más criticados por ser "backward looking" y por tanto, existe la posibilidad de que la activación del *trigger* pudiera no realizarse en el momento necesario.

- Valor de mercado. En este caso se establece un ratio mínimo de capitalización de mercado entre activos o en función de los niveles del CDS o la deuda. Esta forma de obtener la métrica reduce el riesgo de manipulación de balance. Pese a esto los CoCos con este tipo de *trigger* pueden ser difíciles de valorar porque se enfrentan al problema de equilibrios múltiples. Por otra parte, los tenedores de CoCos podrían tener incentivos a vender las acciones en corto para generar una espiral bajista en la cotización con el objetivo de alcanzar el nivel en el que se activa el *trigger*.

- **Medidas a discrecionalidad del supervisor.** Estas medidas se activan en función de la opinión del supervisor sobre la expectativa de solvencia de la entidad. En particular, se puede poner en marcha el mecanismo para prevenir la bancarrota de la entidad. Permite al regulador actuar en función de su mejor criterio cuando existen dudas razonables sobre la fiabilidad del valor en libros. Sin embargo, este tipo de mecanismos pueden crear incertidumbre sobre el momento de activación si las condiciones de actuación no están claras. Así, por ejemplo, podría suceder que el regulador realizara la conversión demasiado tarde. También pueden darse mecanismos de activación macroeconómicos o sistémicos que se emplearían en el caso de condiciones económicas muy adversas, o si se produce un alto nivel de estrés en el ecosistema financiero. Este tipo de medidas no tendrían por qué estar vinculadas a las condiciones idiosincráticas de la entidad. La posibilidad de que sea el regulador quien active la conversión, hace más difícil la valoración de los CoCos.

4. Evolución del mercado de CoCos. Los instrumentos convertibles de capital contingente (CoCos)

El mercado de CoCos ha crecido significativamente desde su aparición hace aproximadamente 7 años. Se considera que la primera emisión de un instrumento de capital contingente bajo este formato fue la realizada por Lloyds Bank en el año 2009. Desde entonces, y hasta cierre de 2016, se han emitido unos 438.000 millones de dólares en este tipo de instrumentos.

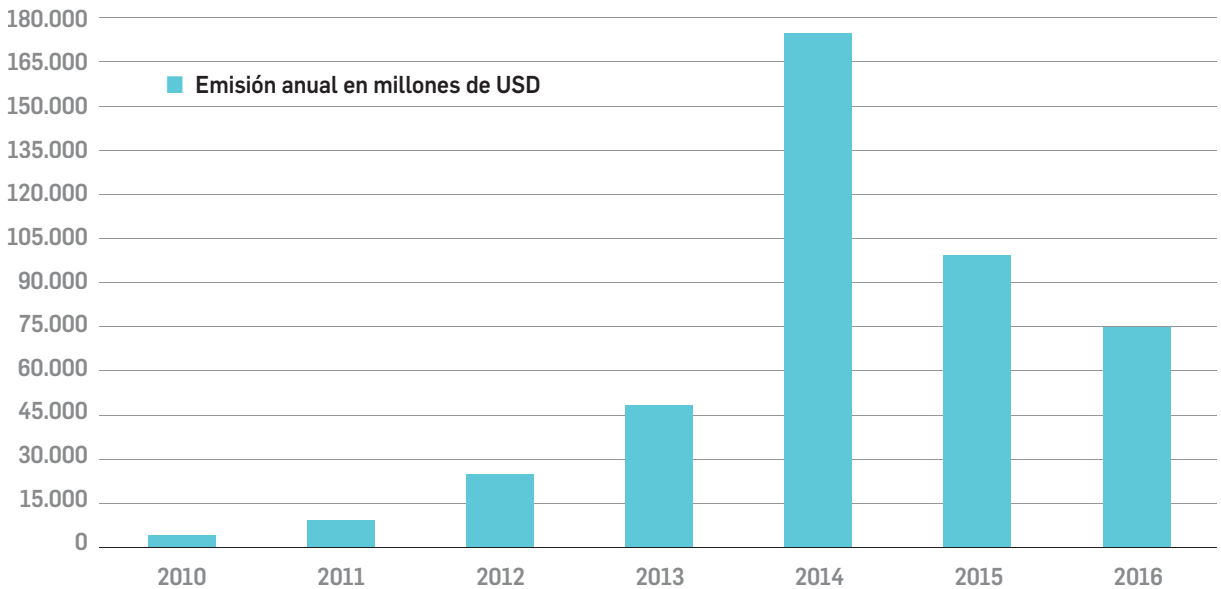
Al tratarse de instrumentos complejos, la evolución de las emisiones resultó ser lenta al principio, de tal forma que podemos establecer una clara separación entre dos períodos. Un período inicial entre los años 2010 y 2013, en el que las emisiones promediaron alrededor de los 13,000 millones de dólares anuales. Este período formativo, sirvió para que se empezasen a plantear los distintos mecanismos de absorción y ***triggers*** de la conversión. Además, resultaron clave las aclaraciones que poco a poco se

fueron haciendo sobre los distintos detalles asociados a la aplicación práctica de los mecanismos, casos particulares, etc Tras esos primeros tres años largos de formación de mercado, en los que los volúmenes de emisión fueron crecientes cada año, pasamos a lo que podríamos denominar un período de madurez del mercado. Así, desde el año 2014 hasta el cierre de 2016, la emisión media de CoCos se situó a niveles de los 100.000 millones de dólares anuales, con un pico importante en el año 2014.

En el gráfico 4 puede observarse claramente la evolución de las emisiones a nivel global. Después de un período de crecimiento continuo en los volúmenes emitidos hasta llegar al año 2014, los últimos dos años han ofrecido unos volúmenes más reducidos y decrecientes. Una de las explicaciones más plausibles para la reducción en los volúmenes de emisión es que la mayor parte de los bancos interesados en desarrollar activamente estos instrumentos han alcanzado niveles en los que se encuentran cómodos. En concreto, la emisión en 2016 cayó a 75.000 millones de USD, un 25% inferior a la registrada en el año anterior. En 2015 había representado a su vez una disminución de un 43% respecto al pico de emisiones que se produjo en 2014.

Gráfico 4. Evolución de la emisión global de CoCos

Fuente: Moodys.



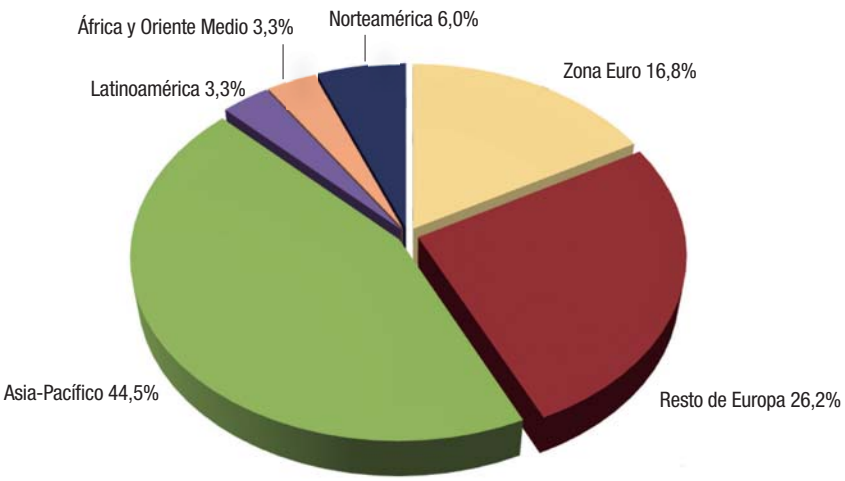
Hasta ahora, la mayor parte de las emisiones han procedido de entidades bancarias, que han sido las primeras en aplicar estos instrumentos para la optimización del capital en balance. Sin embargo, recientemente se está mostrando un mayor interés por parte de las aseguradoras, que bajo el paraguas del Solvencia II podrían servir para dinamizar durante los próximos años el mercado de emisiones.
La distribución geográfica de los emisores.

4.1. La distribución geográfica de los emisores

La oferta de CoCos ha estado focalizada fundamentalmente en emisores europeos y asiáticos, con una escasísima presencia de actores del mercado norteamericano. Como puede observarse en el gráfico 5, hasta el cierre de 2016, el 85% de las emisiones se concentran en estas dos regiones, con un reparto casi equitativo entre ambas. En el gráfico 5 puede observarse la preponderancia de dichas regiones frente al resto. En el caso de Europa, existe un mayor peso de emisores no pertenecientes a la Eurozona, que se explica por el elevado volumen de emisiones de las entidades del Reino Unido. Las entidades de crédito norteamericanas no han procedido a la emisión de CoCos debido a distintos motivos que tienen que ver con la situación particular del país, en materia de capital y fiscal. De una parte, el regulador americano no admite la calificación de AT1 para los instrumentos de capital contingente. Además, existe incertidumbre sobre la deducibilidad fiscal de los pagos de intereses de dichos instrumentos.

Gráfico 5. Peso de las emisiones por regiones

Fuente: Moodys.



La caída en emisiones en 2016 respecto al año anterior ha sido generalizada por regiones, a excepción del caso norteamericano. En términos de volumen emitido, como puede observarse en el gráfico 6, los mayores emisores de 2016 han seguido siendo los bancos europeos (34%) y los pertenecientes al área de Asia – Pacífico (alcanzando aproximadamente un 50% del volumen total de las emisiones a nivel global). Méjico realizó su primera emisión de CoCos durante el 2016. Los emisores latinoamericanos volvieron al mercado en 2016 tras un 2015 sin emisiones. En el año 2016, la emisión de bancos chinos cayó un 60%. Los bancos japoneses no realizaron emisiones durante el año. Por último, se ha producido un incremento relevante de la actividad de los emisores australianos, que elevaron su emisión de CoCos en un 51%. De hecho, entre las 10 principales emisiones de estos instrumentos durante el año 2016, 6 de ellas han correspondido a bancos domiciliados en este país.

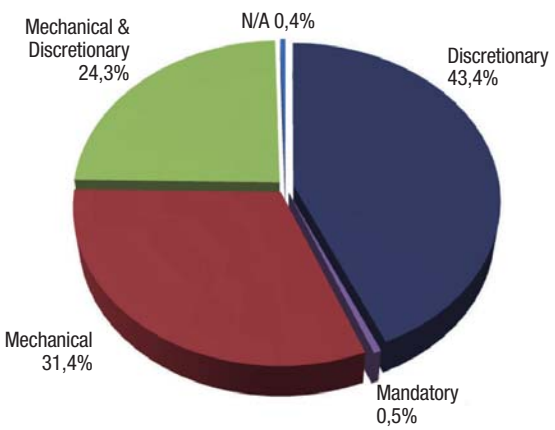
La menor emisión de estos instrumentos durante el 2016 ha estado vinculada a factores de diversa índole. En primer lugar factores de carácter sistémico como el impacto del referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea, que ha tenido particular incidencia en los emisores pertenecientes a este país. Un factor clave, asociado de forma específica a este tipo de instrumentos, ha tenido también una gran influencia en el menor volumen de emisiones, de nuevo especialmente en el caso de Europa. Nos referimos, en concreto, a la preocupación que surgió a inicio de año sobre el potencial riesgo de suspensión de cupones, una situación que contribuyó a generar una alta volatilidad del mercado. El factor desencadenante de dicha situación fue el anuncio de Deutsche Bank en octubre 2015 de que podría no pagar dividendo en los siguientes 2 años a raíz del impacto de las sanciones impuestas por el departamento de justicia estadounidense a la entidad. Sin embargo, el clima de inestabilidad y desconfianza se fue moderando a lo largo del año al hacerse más claro que el acuerdo entre el banco y la administración de justicia norteamericano tendría un impacto manejable en el capital, y gracias también a los cambios avanzados por el banco Central Europeo en el cómputo del capital requerido.

4.2. La emisión en función de los mecanismos de activación y absorción de pérdidas

De la totalidad del saldo vivo en este tipo de activos aproximadamente el 60% de estos usa como mecanismo de absorción de pérdidas el write down (Gráfico 6). La ponderación a nivel global de los distintos tipos de *trigger* que activan el mecanismo de absorción de pérdidas también está repartida de manera bastante igualitaria (gráfico 7).

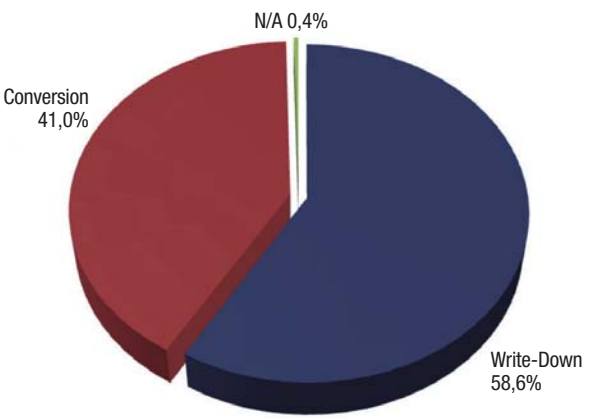
■ Gráfico 6. Emisiones por tipo de trigger

Fuente: Moodys.



■ Gráfico7. Emisiones por modelo de absorción de pérdidas

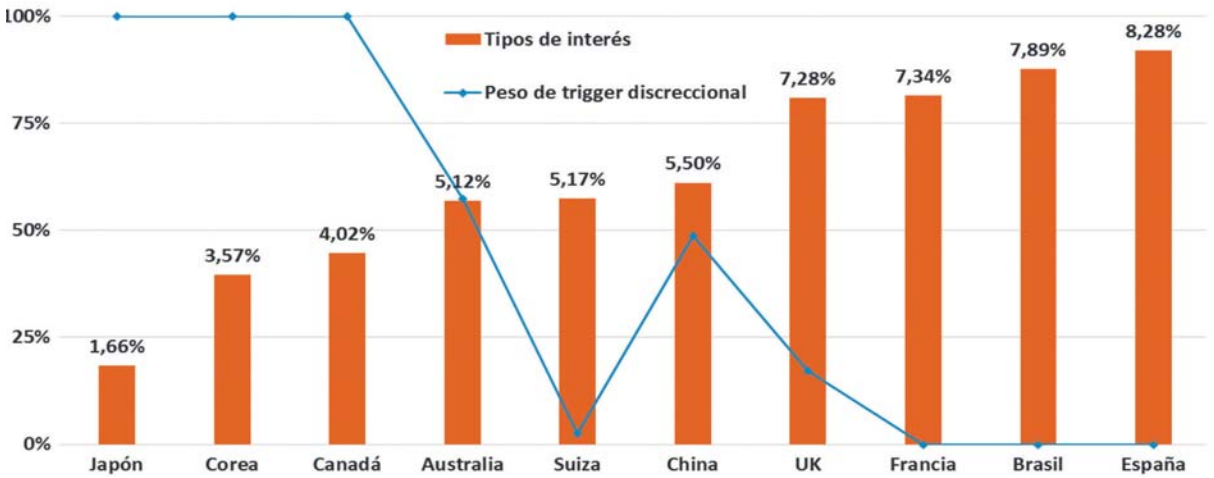
Fuente: Moodys.



Algunos autores han resaltado el impacto de las distintas medidas de *trigger* en el coste de financiación de los CoCos. Este es el caso de Hwang (2017), que relaciona el peso del tipo de *trigger* en las emisiones de distintas jurisdicciones con el cupón medio de los CoCos emitidos entre 2010 y el tercer trimestre de 2016. Para Hwang (2017) la carga política derivada de las medidas discrecionales hace que los tipos a los que se emiten los CoCos en jurisdicciones con una preponderancia de este tipo de catalizador sean, en general, inferiores. El racional sería que el mercado pondría en precio la presión a la que se vería sometido el Banco Central en el caso de querer activar dichos mecanismos. Por el contrario, la preponderancia de reglas mecánicas dejaría fuera dicho factor discrecional.

Gráfico 8. Relación entre tipo de interés y peso del *trigger* discrecional

Fuente: Moodys.



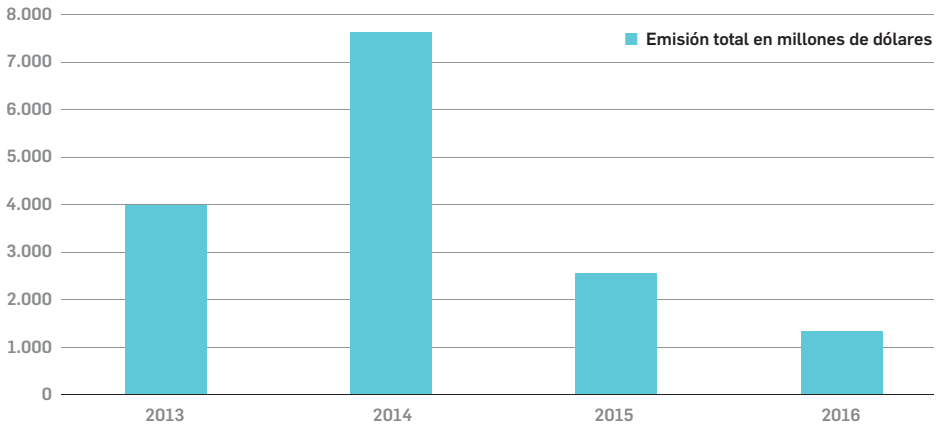
Como puede observarse en el gráfico 8, la excepción a la aparente relación entre peso del *trigger* discrecional y tipo de interés es el caso de Suiza. Hwang (2017) aduce como posible explicación el hecho de que en este país la intensidad de la regulación prudencial ha estado históricamente por encima de los estándares internacionales.

5. El papel de los emisores españoles en el mercado global de CoCos

Los emisores españoles no empezaron a acudir al mercado de financiación a través de estos instrumentos hasta el año 2013. Pensemos que los años inmediatamente anteriores, en los que el mercado de estos instrumentos comenzó a despegar a nivel global, habían sido especialmente complicados para las entidades financieras del sur de Europa a raíz de la llamada "crisis de los periféricos". Los años 2011 y 2012 supusieron una situación de considerable stress para los emisores locales, especialmente para emisores financieros y el propio tesoro. Sin embargo, durante el año 2013 la situación comenzó a normalizarse lo que permitió a las entidades financieras locales comenzar a acudir al mercado de estos instrumentos para mejorar su estructura de capital.

Gráfico 9. Evolución de las emisiones de CoCos en España

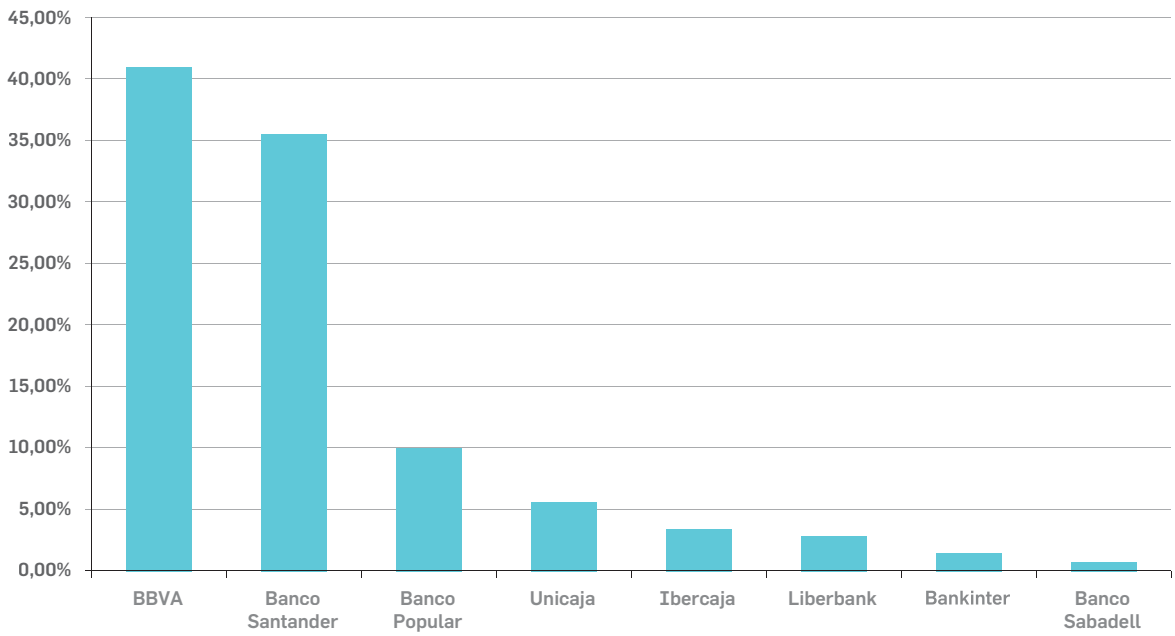
Fuente: Moodys.



La primera emisión de un CoCo por parte de una entidad española fue la de Ibercaja Banco, en marzo del 2013. A partir de ahí, otras 7 entidades españolas han emitido este tipo de instrumentos hasta el cierre de 2016. La emisión total de las entidades financieras españolas ha superado los 15,000 millones de dólares, representando algo más de un 3,5% de la emisión total de CoCos a nivel global. Desde el año 2013 hasta el cierre de 2016, se han producido un total de 17 emisiones de estos instrumentos.

Gráfico 10. Emisores españoles

Fuente: Moodys, información de emisoras.



El BBVA y el Banco Santander copan el 75% de las emisiones realizadas por los bancos españoles, seguidos por el Banco Popular que representa aproximadamente un 10% del total del volumen emitido. Durante el año 2016 tan solo emitieron el BBVA y Bankinter que realizaba su primera y única emisión.

Frente a la mayor diversidad de las emisiones a nivel global, la totalidad de las emisiones españolas tienen la conversión a renta variable como mecanismo de absorción de pérdidas. También existe un mayor sesgo hacia *trigger*s de regla numérica versus reglas discrecionales (el 86% posee una regla numérica mientras que el 14% tiene un sistema combinado).

El 20 % del total de emisiones españolas se han realizado en dólares mientras que a nivel global esta divisa representa el 40% del total emitido. Todas las emisiones, con la excepción de la emisión de Banco Popular del año 2015, tienen un *trigger* del 5.125%.

Las emisiones con más cupón son las de Unicaja, con un cupón de 13.882%, que se lanzó para canjear Convertibles del Banco CEISS y la del Banco Popular con un cupón del 11.5%; ambas emisiones empezaron a cotizar en mercado en el año 2013.

6. Conclusiones y expectativas

A pesar de los múltiples factores de riesgo geopolítico, el mercado de emisiones en 2016 ha funcionado razonablemente bien, demostrando la fortaleza de la demanda de los títulos de renta fija a nivel global. Una demanda que ha quedado patente en las rentabilidades positivas obtenidas por casi todos los principales asset clases dentro del mundo de la renta fija. En especial, los activos de mayor riesgo han obtenido resultados particularmente atractivos en un mundo de "tipos bajos" que ha generalizado, si cabe aún más, la búsqueda de yield.

El tono general de la emisión de deuda pública ha sido bueno, aunque en términos de emisiones netas las características particulares del ciclo fiscal de los distintos países han dado lugar a comportamientos diferentes. Las emisiones corporativas han mantenido un tono positivo, en particular las emisiones de high yield que han conseguido atraer la atención de los demandantes de este tipo de activos a pesar de los distintos eventos producidos durante el año. La deuda financiera ha tenido también un comportamiento razonable, aunque con importantes diferencias entre las emisiones. Por ejemplo, los covered bonds se han reducido notablemente, pero los activos titulizados se han incrementado.

El mercado de deuda híbrida financiera, en particular el mercado de CoCos, ha ofrecido resultados atractivos para los inversores en línea con las rentabilidades ofrecidas por las clases de activos más agresivas del universo de la renta fija. Sin embargo, las emisiones globales han caído respecto a los niveles de 2015 y notablemente frente a los máximos alcanzados en el año 2014.

La actividad en el mercado de CoCos se ha visto afectada por factores idiosincráticos como la preocupación por los pagos de cupones relacionada con el caso Deutsche Bank, pero también por los distintos eventos de carácter geopolítico como el resultado del referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Además, las menores necesidades de financiación de las entidades se han trasladado también a este mercado.

En cuando a la evolución de fondo del mercado de instrumentos híbridos, parece claro que los emisores norteamericanos necesitan reformas regulatorias y también aclaraciones en materia fiscal para que las entidades de crédito apuesten decididamente por este método de financiación. Mientras tanto, los emisores europeos y los asiáticos seguirán manteniendo su papel preponderante en el mercado.

Sin embargo, la demanda de inversores cuya divisa de referencia es el dólar, ha incidido en que una parte significativa de las emisiones se haya realizado en esa moneda, a pesar de la falta crónica de oferta por parte de los emisores de origen norteamericano. Esta tendencia podría continuar. De un lado, con objeto de facilitar las emisiones de entidades residentes en países con mondas débiles o no convertibles. Por otro, para permitir el acceso a una diversificación de la base de potenciales inversores por parte de los emisores del Área Euro u otros países desarrollados.

Las entidades españolas participan activamente en el mercado global de CoCos desde el año 2013. Ocho entidades han realizado 17 emisiones hasta diciembre de 2016, demostrando la viabilidad de estos instrumentos financieros para la acomodación de los requerimientos de capital a las necesidades impuestas por la regulación. Como era de esperar, los principales emisores españoles son BBVA y el Banco Santander.

La complejidad de los instrumentos de capital contingente es elevada y deben ser analizados por inversores y asesores profesionales especializados en este mercado de deuda híbrida. Los inversores institucionales deben prestar especial hincapié a la comprensión de las condiciones particulares de absorción de pérdidas y ejecución del *trigger*. Debido a los distintos tipos de combinaciones posibles entre ambos mecanismos, así como a la existencia de instrumentos emitidos con cláusulas especiales, la valoración de estos instrumentos se hace compleja.

Episodios de inestabilidad como los asociados al caso del Deutsche Bank, podrían repetirse en función de que los tenedores de los bonos asocien entornos particulares de mercado, con la incertidumbre o el riesgo sobre aspectos particulares de los mecanismos de ejecución y absorción.

7. Bibliografía

» **Avdjiev, Stefan, Anastasia Kartasheva and Bilyana Bogdanova** (2013). "CoCos: a primer". BIS Quarterly Review.

» **Avdjiev, Stefan, Patrick Bolton, Wei Jiang, Anastasia Kartasheva and Bilyana Bogdanova** (2015). "CoCo Bond Issuance and Bank Funding Costs". Working paper.

» **Cahn, Andreas, Patrick Kenadjian** (2014). "Contingent convertible securities: from theory to CRD IV". Institute for Law and Finance, Goethe University, Working Paper.

» **Crédit Agricole** (2016). "Corporate Hybrids 2016: Don´t worry, be picky!"

» **European Parliamentary Research Service** (2016). "Contingent convertible securities. Is a storm brewing?".

» **Flannery, Mark** (2013). "Contingent Capital Instruments for Large Financial Institutions: A Review of the Literature". Working Paper.

» **Fuertes, Alberto, José Manuel Marqués y Luis Molina** (2017). "Tendencias globales de financiación en los mercados de capitales en 2016". Banco de España, Artículos Analíticos.

» **Goodhart, Charles** (2010). "Are CoCos from Cloud Cuckoo-Land?". Working paper.

» **Hwang, Sunjoo** (2017). "Bail-in to end the too big to fail dilema". Korea Development Institute, KDI Focus.

» **Moody´s** (2017). "Moody´s CoCo Monitor: Lower Capital Needs, Market Jitter Shrink 2016 Issuance".

» **Natixis** (2016). "Corporate Hybrids: the search for the fair price"

» **Nordes Bank** (2014). "Contingent Convertible Bonds (CoCos) Issued by European Banks". Staff Memos.

» **Rooij, Bram de** (2017). "The effect of different CoCo structures on the funding costs of a financial institution". Master Thesis, University of Twente.

» **Vallée, Boris** (2016). "Contigent Capital *Trigger* Effects: Evidence from Liability management Exercises". Working Paper.

ARTÍCULOS

82 1. EL TRÁNSITO A BASILEA IV Y SU IMPACTO EN LOS MERCADOS DE CAPITALES
Enrique Pérez-Hernández, Presidente de Sodali y Consejero de Cesce

84 2. DIRECT LENDING: EVOLUCIÓN Y POLÍTICAS DE COLOCACIÓN DE DEUDA PRIVADA EN EL MIDDLE MARKET
Luis Felipe Castellanos, Socio Director de Alantra Private Debt

88 3. EL FONDO DE COMERCIO, UNA REFLEXIÓN DE FUTURO QUE NOS DEVUELVE AL PASADO
Fernando Nubla, Socio FAAS Financial & Accounting Advisory Services ERNST & YOUNG, S.L.

94 4. COLOCACIONES PRIVADAS DE BONOS Y MERCADO EURO PP
José María Capapé, Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia Natixis

98 5. INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EN LA UNIÓN EUROPEA
Irene Fernández de Buján, Asociada de finReg 360. Úrsula García, Of Counsel de finReg 360

102 6. EL RIESGO PAÍS Y SU INFLUENCIA EN EL RIESGO CORPORATIVO
Mikel Aguirre, Head of Political and Single Risk COFACE for Spain and Portugal

106 7. EL FUTURO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS DE EE.UU., ZONA EURO Y REINO UNIDO
Roberto Ruiz Scholtes, Director de Estrategia de UBS España

110 8. LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA A NIVEL INTERNACIONAL Y SU IMPACTO EN LA RENTA FIJA CORPORATIVA
Leandro Navarro, Vocal Asesor. Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Tesoro Público

116 9. EL NACIMIENTO DE UNA NUEVA CLASE DE EMISIONES DE RENTA FIJA: LAS EMISIONES "SENIOR NON-PREFERRED"
Borja Zamorano, Managing Director de EMEA Primary Debt Markets, Mizuho International PLC

120 10. EL PAPEL DE LAS FINTECH EN EL MERCADO FINANCIERO ACTUAL
Grégoire de Lestapis, CEO de Lendix España

122 LOS AUTORES

1. EL TRÁNSITO A BASILEA IV Y SU IMPACTO EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

Enrique Pérez-Hernández
Presidente de Sodali y Consejero de Cesce. Profesor IEB

El 23 de noviembre de 2016, la Comisión Europea por medio de su Vicepresidente, el letón Valdis Dombrovskis (responsable de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de Mercado de Capitales) presento un paquete de reformas sobre la banca europea para reforzar la resiliencia de los bancos de la UE; la propuesta parte y se apoya en la legislación existente, que el mercado denomina Basilea III, (CRD, CRR, BRRD y SRMR) y persigue completar la agenda regulatoria post crisis asegurando que el marco regulatorio cubra todos los retos pendientes de la estabilidad financiera y al mismo tiempo los bancos continúen financiando la economía real.

Mi primera reflexión es que la construcción de la nueva arquitectura financiera sigue siendo muy lenta y además continúa la incertidumbre regulatoria pues el calendario previsto es de 1 año (2018) de consulta pública y una vez sometido por la Comisión Europea al Parlamento, un periodo de implementación progresiva de aproximadamente 2 años (2019-2021). Este paquete de medidas forma parte del mandato de la Comisión de reducir el riesgo en el sector bancario, como establece la Comunicación "Towards the Completion of the Banking Union" y están en línea con las conclusiones al respecto del Consejo del ECOFIN de junio del 2016.

El proceso regulador europeo continúa y llama la atención su divergencia con EE.UU. donde el Presidente Donald Trump ha anunciado su intención de reducir/eliminar la Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010, el equivalente a las directivas y reglamentos comunitarios.

El paquete de medidas modifica:

- La CRR (Capital Requirements Regulation) y la CRD (Capital Requirements Directive) de 2013 que establecieron requerimientos prudenciales para las entidades de crédito y firmas de inversión, así como reglas de gobernanza y supervisión.
- La BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive) y la SRMR (Single Resolution Mechanism Regulation) de 2014 que adoptaron las reglas de recuperación y resolución de bancos en dificultades y establecieron el Mecanismo único de Resolución.

La propuesta contiene, a mi juicio, 3 tipos de medidas:

I. Medidas para incrementar la resiliencia y reforzar la estabilidad financiera:

1. Requerimientos de capital más sensibles al riesgo, en particular en riesgo de mercado, riesgo de crédito de contrapartida y exposiciones a contrapartidas centrales (CCP).
2. Implementación de metodologías que reflejen con más exactitud los riesgos actuales a los que están expuestos los bancos.

3. Una ratio de apalancamiento obligatorio –LEVERAGE RATIO– (Tier I 3% del total de activos) para prevenir el apalancamiento excesivo y que actuaría como "backstop" a los requerimientos de capital basados en modelos internos.
4. Una ratio de liquidez a largo plazo –NET STABLE FUNDING RATIO– que quiere reducir la excesiva dependencia del fondeo mayorista a corto plazo y por consiguiente reducir el riesgo de fondeo a largo plazo.
5. Un requerimiento para las G-SIIs (Globaly Systemically Important Institutions) de mantener niveles mínimos de capital y otros instrumentos que absorban perdidas en fase de resolución ; este requerimiento llamado "TLAC" (Total Loss Absorning Capacity) será integrado en el ya existente "MREL" (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities) que se aplica a todos los bancos en la UE y permitirá reforzar la capacidad de la UE de "resolver" bancos en dificultades, protegiendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y minimizando riesgos para los contribuyentes (evitar el BAIL OUT a cargo del Estado y por consiguiente de los contribuyentes).

II. Medidas para incrementar la capacidad de préstamo de bancos en apoyo de la economía real:

1. Reforzar capacidad de bancos para prestar a PYMES y proyectos de infraestructura.
2. Para los bancos pequeños, no complejos, reducir la carga administrativa ligada a las reglas de retribución, especialmente el diferimiento, que es desproporcionado para los mismos.
3. Hacer que el conjunto de normas del CRD/CRR sea proporcional y menos burocrático para los bancos pequeños y menos complejos en términos de "reporting", "disclosure" y requerimientos del "trading book" (cartera de negociación) y que no están justificados por criterios "prudenciales"

III. Medidas para facilitar el papel de los bancos en la construcción de mercados de capitales más profundos y líquidos que soporten la creación de una Unión de Mercado de Capitales:

1. Evitar requerimientos de capital desproporcionados para las posiciones en el "trading book" (cartera de negociación) incluyendo los relacionados con la actividad de "market making" (creación de mercado).
2. Reducir los costes de emisión/mantenimiento de ciertos instrumentos: "covered bonds" (cedulas), bonos de titulización de alta calidad, deuda soberana, derivados para cobertura).
3. Evitar desincentivos potenciales para aquellas instituciones que actúan como intermediarios para clientes en operaciones que se liquidan por CCP (Cámaras Centrales de Contrapartida).

Este conjunto de medidas, tras 1 año de consulta pública (2018) serán sometidas por la Comisión al Parlamento y Consejo de Ministros para su consideración y adopción.

A mi juicio y teniendo en cuenta que han transcurrido casi 9 años desde el estallido de la crisis (2008) el proceso de regulación sigue siendo demasiado lento, y prolijo y en definitiva merma la seguridad jurídica que es necesaria para un sistema financiero resiliente, estable y creíble. ■

2. DIRECT LENDING: EVOLUCIÓN Y POLÍTICAS DE COLOCACIÓN DE DEUDA PRIVADA EN EL MIDDLE MARKET

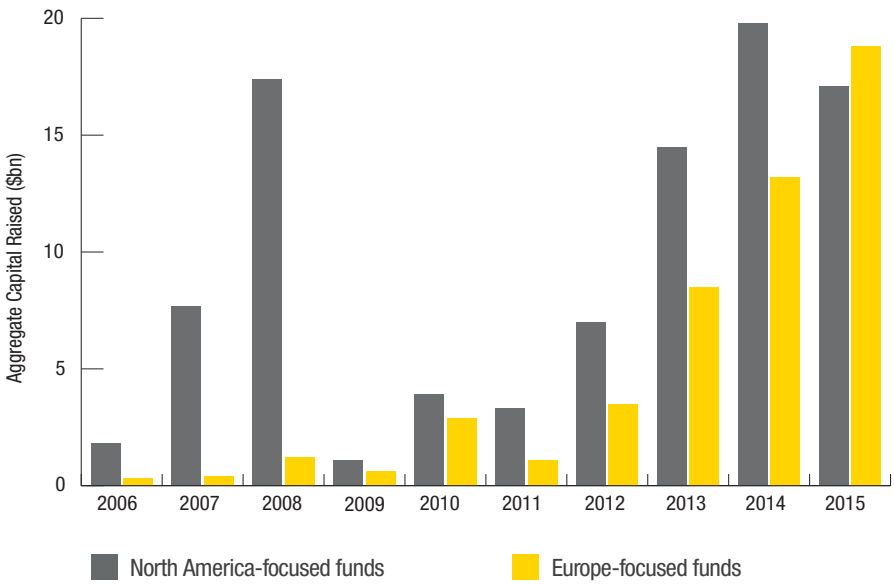
Luis Felipe Castellanos
Socio Director de Alantra Private Debt

La desintermediación bancaria en Europa

La desintermediación bancaria en Europa ha llegado para quedarse, aunque con un retraso considerable con respecto a Estados Unidos que nos saca varias décadas de ventaja. En Europa, hasta la crisis financiera de 2008, la financiación alternativa era residual, pero a raíz del colapso del mercado bancario, se empezó a desarrollar un mercado alternativo para intentar cubrir parte del hueco que habían dejado los bancos. Según el BCE, se estima que el mercado de financiación alternativa europeo representa aproximadamente un 50% de la financiación corporativa, con cerca del 50% controlada por las entidades bancarias, aún lejos de Estados Unidos donde más del 75% de la financiación es no bancaria. La tendencia es que esta proporción en Europa se vaya acercando paulatinamente al mercado americano y se puede observar claramente a través de la evolución del volumen de fondos de Direct Lending levantados durante los últimos años con Europa superando a Estados Unidos por primera vez en 2015 con aproximadamente $18.000 millones (Gráfico 1).

Gráfico 1. Volumen anual de fondos de Direct Lending levantados en Europa y Estados Unidos

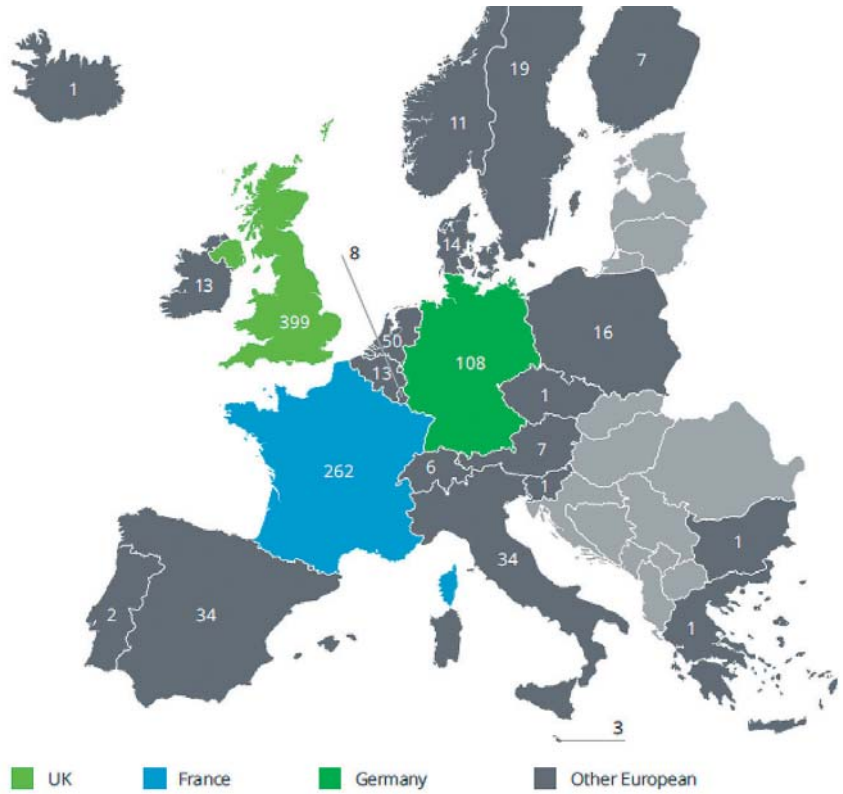
Fuente: E&Y "European private debt: where do we go?", octubre 2016 (Preqin, 2016)



Según Deloitte (Alternative Lender Deal Tracker Q1'17), durante los últimos 4 años se han cerrado alrededor de 1.000 operaciones de deuda privada en Europa siendo Reino Unido, Francia y Alemania los países más activos con cuotas del 40%, 26% y 11% respectivamente. España se sitúa aún lejos con 34 operaciones cerradas (3% de cuota).

■ Gráfico 2. Operaciones de Direct Lending en Europa (Q1'17, últimos 18 trimestres)

Fuente: Deloitte - Alternative Lender Deal Tracker Q1'17



España, mucho camino por recorrer

Este retraso del mercado español se debe principalmente a la fuerte tradición bancaria de nuestro país con aproximadamente 80% de la financiación proporcionada todavía por los bancos, según el Banco de España (2015). Antes de la crisis financiera había más de 100 entidades bancarias en España, incluidas cajas de ahorros, y, tras un proceso de consolidación de varios años, este número se ha reducido a una veintena de entidades. No obstante, tras la integración de Popular por Santander, se estima que cinco de ellas (Santander, BBVA, Caixa, Bankia y Sabadell) dominarán entre el 80% y 90% del mercado convirtiendo la financiación en España en un oligopolio. Este proceso de concentración bancaria y la ya vivida crisis crediticia han acentuado la necesidad de diversificar las fuentes de financiación para la empresa española en general, y las PYMEs en particular, que cuentan con menos alternativas que las grandes compañías.

En este sentido, se han lanzado varias iniciativas interesantes para PYMEs, la más importante el Mercado Alternativo de Renta Fija ("MARF") en 2013 que, aunque ha sido un éxito con más de €1.000 millones colocados en distintas tipologías de instrumentos de renta fija, está enfocado a empresas con cierto tamaño, pues la emisión media está en torno a los €40 millones limitando el acceso a la gran mayoría de PYMEs. Si a este factor le añadimos que los grandes fondos de deuda internacionales tampoco suelen financiar importes inferiores a €20 millones, vemos que las opciones de financiación alternativa para la PYME española son muy limitadas dejando a los fondos de deuda locales como única opción viable.

Direct Lending para la empresa mediana: retos y oportunidades

En este contexto y con el objetivo de cubrir este hueco, desde Alantra lanzamos en 2015 uno de los primeros fondos locales de deuda senior y, en menos de dos años, nos hemos convertido en el player más activo por número de operaciones, con 8 transacciones cerradas y más de 100 millones invertidos hasta la fecha. Con €140 millones bajo gestión somos el fondo de deuda senior local de mayor tamaño, lo que demuestra el potencial de desarrollo de este mercado en los próximos años.

Pese al buen ritmo de inversión, vemos que en España sigue habiendo importantes barreras de entrada que limitan todavía el despegue de esta tipología de fondos. En primer lugar, el coste de la financiación suele ser el principal obstáculo. Instintivamente, el empresario compara el coste de los fondos de deuda con los tipos bancarios que se sitúan, de media, entre 300 y 500 puntos básicos por debajo. En este sentido, el objetivo de los fondos (y el de los asesores financieros que acompañan a las empresas) es destacar los beneficios de este tipo de financiación (plazo, estructura, flexibilidad, agilidad etc.) que justifican esa diferencia en tipo de interés y que detallaremos más adelante.

Por otro lado, en muchos casos, ya sea por un cierto miedo escénico o por puro desconocimiento, muchas compañías asemejan los fondos de deuda a los llamados "fondos buitre", muy activos en España durante la crisis, y cuyo objetivo era controlar el capital de las compañías a través de la deuda. En el caso de Alantra, esta barrera es más fácil de mitigar dado el posicionamiento del fondo (equipo local y sólida base inversora institucional público-privada) y la fuerte presencia y notoriedad del Grupo Alantra en el middle market español.

Los beneficios frente a la financiación tradicional bancaria son varios. A parte de la propia diversificación de sus fuentes de financiación, la preferencia de las empresas por la deuda no bancaria se debe principalmente a:

- **Plazos largos (hasta 7-8 años) y estructuras flexibles**, con posibilidad de amortización 100% bullet, es decir, la totalidad del repago del principal a vencimiento. Muchas empresas necesitan maximizar su generación de caja para acometer importantes planes de inversión y/o adquisiciones.

- **Endeudamiento y uso de fondos:** los bancos suelen ser más conservadores con los niveles de apalancamiento y más restrictivos con el uso de fondos, limitando por ejemplo el pago de dividendos o restructuraciones accionariales, entre otros.

- **Agilidad:** el proceso es más rápido, entre 4 y 8 semanas de media, frente a largos trámites bancarios que pueden demorarse varios meses.

- **Visibilidad sobre el proceso y riesgo de ejecución:** interlocución directa con el equipo de inversión mientras que con los bancos la comunicación es con los equipos comerciales, no con los equipos de análisis (riesgos). Además, en las financiaciones estructuradas de cierto tamaño los bancos no suelen asegurar el 100% de la financiación lo que obliga a las empresas a buscar varios financiadores, lo que dificulta y alarga los procesos.

- **Flexibilidad en la documentación:** el clausulado de los contratos de financiación de los fondos es menos complejo que el impuesto por los bancos dadas sus limitaciones regulatorias.

Por último, desde la perspectiva inversora creemos que esta tipología de fondos irá ganando peso en las carteras de los principales inversores institucionales, como ya pasa en otros países, dados los beneficios del asset class frente a otras alternativas en renta fija.

- **Estabilidad en valoración:** debido a la descorrelación con los mercados de capitales, sólo se ve afectada por posibles deterioros de los préstamos en cartera y por la variación de ingresos (vía intereses y principal) y distribuciones (vía dividendos y reembolsos).

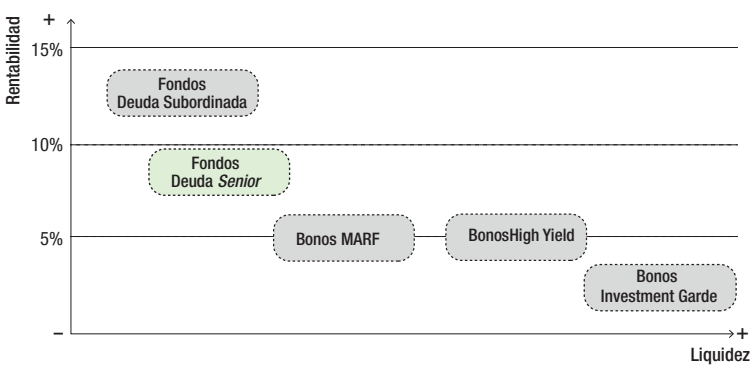
- **Visibilidad de la rentabilidad:** cobertura con suelo en el tipo de interés, pero manteniendo tipos flotantes para beneficiarse de posibles subidas del Euribor.

- **Riesgo limitado:** bajas tasas de impago en deuda senior (entre 2-3%) y elevadas tasas de recuperación superiores al 80% en PYMEs, según Moody's.

- **Rentabilidad más atractiva frente a otros instrumentos** (ej: bonos) para inversores que no primen la liquidez (Gráfico 3).

Gráfico 3. Comparativa de rentabilidad y liquidez entre fondos y bonos

Fuente: Elaboración propia



3. EL FONDO DE COMERCIO, UNA REFLEXIÓN DE FUTURO QUE NOS DEVUELVE AL PASADO

Fernando Nubla
Socio FAAS Financial & Accounting Advisory Services - ERNST & YOUNG, S.L.

Introducción

Durante los años 2015 y 2016 los profesionales relacionados con la contabilidad han visto regresar el debate, nunca cerrado, de la amortización del fondo de comercio o el análisis por deterioro del mismo.

El debate se ha reabierto dentro de la normativa española por la modificación del Código de Comercio eliminando la afirmación de que el fondo de comercio no sería objeto de amortización, pasando a hacer obligatoria su amortización, y dentro de la normativa NIIF como consecuencia del proceso de "post-implementation" de la NIIF 3 que ahora mismo se encuentra en pleno debate.

La modificación del Código de Comercio, ante la ausencia de un debate público de las circunstancias que han llevado a tomar tal decisión, más allá de la convergencia obligatoria con la directiva contable que emana de la UE, no aporta argumentos para el análisis.

Probablemente una vez aplicado el requerimiento y desarrollado, en su caso, por el ICAC, el asunto del plazo de amortización y las justificaciones del periodo podrían enriquecer la discusión, pero a estas alturas esto es prematuro.

El proceso de post-implementación, sin embargo, en el seno del IASB, sí reabre el debate, como hemos dicho antes nunca bien cerrado, de la amortización del fondo de comercio, las críticas al análisis de su deterioro e incluso lo extiende a las razones que justifican el reconocimiento de determinados intangibles cuya explicación conceptual es complicada exceptuando círculos de expertos en materias de contabilidad y valoración.

El debate se inicia como consecuencia del proceso incluido dentro del seno del IASB (proceso bastante saludable, dicho sea de paso, y cuya importación a la regulación de la contabilidad en España haría mucho más cercanos los problemas prácticos de la aplicación de la normativa contable) de revisar las consecuencias de la aplicación de una determinada norma contable transcurrido un periodo de 5 años desde la implementación de la misma.

Al realizar dicho ejercicio, los comentarios sobre la aplicación de la normativa contable que regula las combinaciones de negocios (NIIF 3), han puesto sobre la mesa un amplio abanico de asuntos a revisar que no puede sernos ajeno ya que todos los profesionales que, en mayor o menor medida, estamos involucrados en el análisis o revisión de los procesos de asignación de valor a los activos y pasivos adquiridos en una combinación de negocios y en el proceso posterior de revisión del potencial deterioro de estos activos identificados, básicamente fondos de comercio e intangibles de vida útil indefinida, alguna vez nos hemos planteado o, cuando menos, hemos debatido.

Debates surgidos con motivo de la reforma contable del Plan General de Contabilidad

Las modificaciones del PGC de diciembre de 2016 han suscitado interpretaciones y discusiones diversas respecto a la transición en su primera aplicación, a cómo justificar una vida útil de un fondo de comercio, etc. Estos debates no aportan sustancialmente nada nuevo al fondo de la cuestión respecto al hecho de la amortización vs deterioro del fondo de comercio ya que la amortización es un hecho ahora mismo en el PGC y el debate está cerrado.

En cuanto al plazo de la amortización, considerando el concepto abstracto del fondo de comercio, difícilmente se puede justificar un plazo de forma racional, más allá de negocios con vida finita superior a 10 años que marquen el final de la posibilidad de generar beneficios más allá de una fecha como puede ser una concesión.

La parte más problemática y que tendrá que ser aclarada por el regulador es la referente al registro de fondos de comercio en sociedades de un mismo grupo consecuencia de fusiones, ya que en estos casos hablamos de entidades mercantiles independientes pero que registran contablemente un fondo de comercio en la fecha de la fusión. En estos casos puede haber dos situaciones:

a. Que exista un consolidado en España con lo que los valores de los activos incorporados en la fusión son los valores del consolidado del grupo en España lo cual abre el debate de si el periodo de amortización del fondo de comercio "nuevo" surgido en la fusión es de 10 años o "hereda" el del consolidado

b. Que no exista consolidado en España con lo que puede surgir un fondo de comercio (por analogía con la Disposición Transitoria Sexta de las normas de consolidación) que en sustancia no es nuevo pero que nunca estuvo registrado anteriormente.

Todo ello son matices exclusivamente de técnica contable y que se resolverán por el regulador en el momento en el que una de estas circunstancias tenga que ser resuelta en la práctica por lo que es cierto que son aspectos interesantes de seguir su evolución en el futuro, pero no aportan nuevos datos al fondo del debate sobre cuál es la sustancia económica de un fondo de comercio.

El debate abierto en el seno del IASB

Este debate sí alimenta reflexiones acerca del concepto del fondo de comercio y los motivos de su registro contable y su deterioro y/o amortización, vamos a repasar qué es lo que se está debatiendo y los motivos para el debate.

Los comentarios recibidos a las preguntas que el IASB realizó a usuarios, reguladores y profesionales en la materia como parte del proceso de revisión de la aplicación de la NIIF 3 fueron en algunos casos favorables a los resultados de la aplicación de la norma, pero en otros casos fueron críticos con algunos aspectos de dicha aplicación.

Esta investigación no funciona como una encuesta, es un análisis de la problemática, pero considerando el trabajo que está llevando a cabo actualmente el IASB entendemos que las críticas fueron abundantes lo cual ha motivado la puesta en marcha de un estudio para adoptar medidas que solucionen los problemas.

De forma sucinta, las críticas y sugerencias de mejora fueron las siguientes:

- Los intangibles que se identifican en una combinación de negocios para los que no existe un mercado (cartera de clientes) se valoran de una forma subjetiva. Se valoran intangibles que no se tiene intención de usar. Los deterioros de fondo de comercio se registran siempre demasiado tarde.

- El fondo de comercio se paga por beneficios futuros, básicamente, por lo que a medida que se producen los beneficios que se esperaban el fondo de comercio debería ir desapareciendo y, sin embargo, con el procedimiento actual no desaparece, sino que se mantiene.

- El análisis por deterioro del fondo de comercio es altamente subjetivo y relativamente sencillo de manipular tanto en las proyecciones como en las tasas de descuento

- La asignación del fondo de comercio a unidades generadoras de efectivo, e incluso la determinación de éstas últimas, es también muy subjetivo y, por último, el regreso al pasado…;

- Una amortización del fondo de comercio permitiría tanto la comparabilidad de negocios que crezcan de forma orgánica como inorgánica como una solución parcial a una gran parte de los problemas anteriormente citados.

A los profesionales de la materia, al oír las críticas y sugerencias anteriores, les viene a la mente tiempos pasados en los que la contabilidad era más una especialidad destinada a ofrecer información financiera a usuarios basada exclusivamente en un criterio de prudencia, muchas veces mal entendido, que en lo que hoy día se ha convertido que es mucho más próxima al reflejo de decisiones de negocio y presentación de valores y estimaciones orientadas a reflejar de la forma más fiel la gestión de la dirección sobre el negocio.

Es cierto que una amortización sistemática del fondo de comercio simplifica en gran manera el análisis de unos estados financieros y los libera de un componente un tanto abstracto, pero no es también menos cierto que el realizar dicha amortización en esencia lo que hace es renunciar a los principios de reflejar la sustancia de las operaciones y, en la medida de lo posible, los valores razonables de los activos, los pasivos y las transacciones que con ellos realiza la empresa.

Dado que sería renunciar a dichos principios, el IASB, aunque ha asumido el reto de analizar potenciales soluciones a estas críticas, no parece por el momento que contemple la amortización sistemática como una solución a las mismas.

¿Dónde nos encontramos ahora mismo?

Hasta la fecha, sin haber sido tomada aún ninguna decisión al respecto, los debates iniciados en el seno del IASB no han aportado soluciones claras, más bien lo contrario ya que empiezan a aparecer algunos enfoques y conceptos que hacen dudar si las propuestas finales van a redundar en simplificar los procesos de identificación y valoración antes citados o, por el contrario, van a complicarlos aún más.

Los enfoques que se están debatiendo incluyen, de forma resumida, lo siguiente:

- La posibilidad de que haya intangibles sin un mercado activo (carteras de clientes e intangibles por no competencia) cuyo importe se incluya en el fondo de comercio en lugar de ser objeto de una valoración separada.

- Realizar un análisis de los componentes teóricos del fondo de comercio en cada adquisición (sinergias, superbeneficios o tasa de retorno muy alta, fuerza de trabajo y otros intangibles no separables, efectos financieros de pasivos fiscales, ahorros fiscales a muy largo plazo, etc.)

- Realizar un contraste muy directo en los primeros estadios posteriores de una combinación de negocios entre lo que la dirección esperaba del negocio comprado y la realidad de dicho negocio

- Dar directrices que faciliten la identificación de unidades generadoras de efectivo y la asignación de fondos de comercio a esas unidades

- Identificar y valorar en la fecha de adquisición el "preacquisition headroom" con el objetivo de no partir con un margen de seguridad de un deterioro posterior por el propio fondo de comercio generado internamente de esa unidad.

- Separar el fondo de comercio adquirido y el que se haya generado internamente.

Todo lo anterior son sencillamente debates e ideas para mejorar el sistema actual a la vista de los comentarios recibidos.

No obstante, desde fuera, la lectura de estas ideas, que en esencia son absolutamente razonables, dan la sensación de que;

a. No parece que puedan simplificar el proceso sino más bien todo lo contrario ya que supone valorar muchas otras cosas que antes eran, simplemente, "fondo de comercio" lo cual implicará más estimaciones y más valoraciones que, en la medida en que están basadas en estimaciones subjetivas y estimaciones de flujos futuros.

b. Dan la sensación de que el propio IASB da la razón a los que dicen que los deterioros son escasos y tardíos porque está intentando acortar la vida de los fondos de comercio y ser más agresivo en el deterioro de los mismos.

El futuro del fondo de comercio

Después de la exposición anterior, creemos que el futuro próximo podrá complicar, simplificar o mantener los requisitos actuales para el reconocimiento y análisis por deterioro del fondo de comercio desde la perspectiva de las normas internacionales de contabilidad, pero lo que entendemos que no puede pasar es que se acepte una amortización sistemática de dicho fondo de comercio ya que iría contra los principios sobre los que se sustenta la normativa basado en un enfoque de sustancia del negocio y de las operaciones y reflejo de las estimaciones y decisiones de la dirección, y el fondo de comercio es en esencia un componente más de gestión empresarial, una inversión en crecimiento inorgánico, una inversión a riesgo basada en decisiones de inversión…., en fin, muchas cosas como para simplificarlas en una amortización periódica.

Dicho lo anterior, lo que sí parece una evidencia palpable es que los planes de contabilidad locales, al menos los europeos consecuencia de las Directivas de la Unión Europea, se han desmarcado de este enfoque, y no cabe presumir que es un intento por simplificar la contabilidad de pequeñas empresas que no aplican normas internacionales ya que grandes grupos de empresas tienen sociedades individuales que se encuentran obligadas a aplicar las normas contables locales y muchas de esas empresas tienen recursos para realizar el análisis, y fondos de comercio en sus balances derivados de operaciones de fusión o combinaciones de negocios locales.

Desconocemos lo que nos deparará el futuro, pero sí hemos de hacer una reflexión final.

Las críticas anteriores entendemos que provienen de experiencias negativas de manipulación de datos y poca fiabilidad en los sistemas que utilizan las empresas para medir los deterioros de estos intangibles

tan subjetivos, lo cual seguro que tiene una parte de verdad, pero la existencia de estas prácticas no debería contaminar el espíritu original de la norma que proyectaba un cambio radical sobre lo que veníamos haciendo hasta su aplicación y que, además, daba una imagen mucho más enfocada al entendimiento de la gestión de los negocios que a la mera aplicación de unas reglas relativamente lógicas pero básicas.

Por eso, aunque todo parezca mucho más complicado, no avancemos hacia el pasado y sigamos progresando en el desarrollo de la contabilidad enfocada al reflejo de las decisiones sobre los negocios que, además de ser mucho más útil para la toma de decisiones, es muchísimo más atractiva como práctica profesional. ■

4. COLOCACIONES PRIVADAS DE BONOS Y MERCADO EURO PP

José María Capapé
Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia Natixis

Alguno podría pensar que las colocaciones privadas de bonos son una novedad. Nada más lejos de la realidad. La rápida evolución del mercado de bonos corporativos[1], con emisiones de gran importe, abiertas a todos los inversores institucionales, puede inducir a la percepción errónea de que una financiación –de menor importe– a empresas medianas y pequeñas, otorgadas por un único inversor –o grupo reducido–, es una nueva forma de posicionarse en el mercado de capitales. Sin embargo, es cierto que, en el proceso de desintermediación bancaria que –con altibajos–, se está produciendo en los últimos años, las colocaciones privadas pueden llegar a adquirir relevancia en un futuro cercano.

Como ocurre en no pocas ocasiones con otros términos financieros, el nombre genérico de colocaciones privadas puede dar lugar a diferentes interpretaciones. Este artículo, por ejemplo, no se va a referir a las colocaciones entre pocos inversores realizadas bajo un programa de emisión EMTN[2] (o similar). Siendo el número limitado de inversores institucionales una característica muy relevante, no es suficiente para clasificar una emisión como perteneciente a los segmentos de mercado a los que haremos mención.

La documentación, por el contrario, es un elemento diferenciador del mercado de colocaciones privadas, ya que se negocia de forma bilateral entre emisor e inversor. Por otro lado, el instrumento de financiación, formalizado como un bono o como un préstamo, no necesita estar listado en un mercado organizado. Tampoco es requisito, si las partes interesadas así lo acuerdan, tener una calificación crediticia. Como puede deducirse rápidamente, todas estas características aportan una gran flexibilidad, tanto a la compañía emisora como al inversor.

Durante varias décadas, el llamado USPP ("US Private Placement") era prácticamente la única alternativa que tenían a su disposición las compañías europeas para llevar a cabo una colocación privada. Sin embargo, en los últimos años, además de la opción americana, se han ido abriendo –en algunos casos– o consolidando –en otros–, diferentes alternativas europeas[3].

Tradicionalmente, el principal mercado de colocaciones privadas estaba representado en Europa a través de los Schuldschein. Establecidos bajo ley alemana, los Schuldschein tienen su origen en el siglo XIX. Con mu-

1 En 2011, el volumen de bonos denominados en Euros por parte de empresas no financieras era de unos €130.000 millones. En 2016, la cifra fue de €340.000 millones.
2 Los programas de European Medium Term Notes (EMTN) son usados por la gran mayoría de compañías europeas para realizar sus emisiones de bonos.
3 Según datos de S&P, en 2010 el volumen del mercado europeo de Private Placement era de €5bn. En 2015, alcanzó la cifra de €33bn.

chas características propias de bonos, son, sin embargo, reconocidos legalmente como préstamos. La documentación y regulación de estos instrumentos están orientados a compañías e inversores alemanes, aunque la flexibilidad que ofrecen, junto con la rapidez de ejecución de la operación, hace que su popularidad vaya en aumento entre empresas de otras jurisdicciones. En 2016, casi el 50% del volumen emitido de Schuldschein procedía de empresas que no eran alemanas.

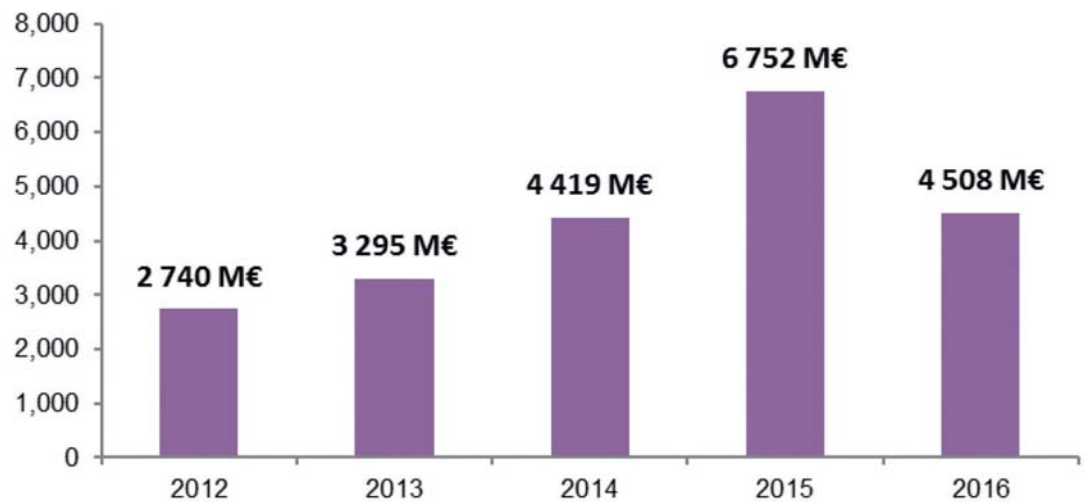
Mercado Euro Private Placement (PP)

Siguiendo la estela del mercado Schuldschein, en 2012 se sentaron las bases del Euro Private Placement (también llamado Euro PP). Inicialmente este mercado surgió como algo típicamente francés, donde las empresas de ese país cerraban operaciones de financiación de forma privada con inversores también franceses.

Sin embargo, de forma paulatina, compañías de otros países han ido acudiendo a esta modalidad de colocaciones privadas, atraídos por la posibilidad de diversificar las fuentes de financiación a través de un instrumento que permite adaptarse más fácilmente a las necesidades de las medianas empresas.

Gráfico 1. Evolución del volumen de mercado Euro PP

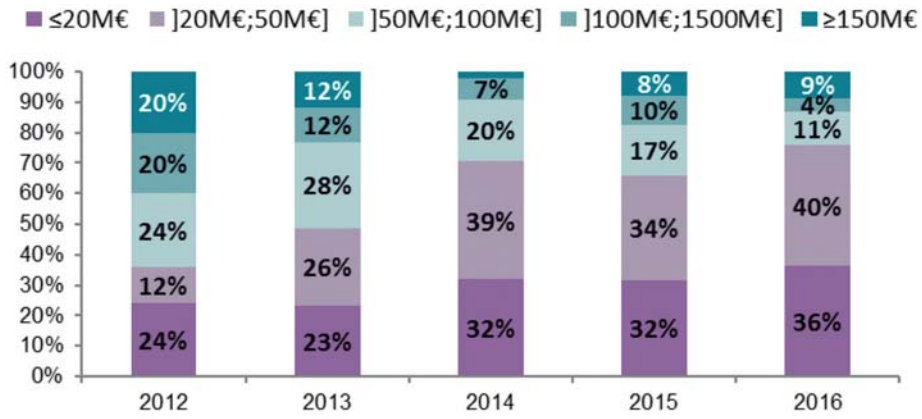
Fuente: Natixis



En 2016, en el mercado Euro PP se cerraron operaciones por importe de 4.500 millones de euros, acumulando desde 2012 un volumen total emitido superior a los 20.000 millones de euros. El tamaño medio de las operaciones ha ido disminuyendo desde 2012, teniendo el 87% de las operaciones cerradas en 2016 un tamaño comprendido entre los 20 millones de euros y los 100 millones de euros.

Gráfico 2. Evolución del tamaño de las operaciones en Euro PP

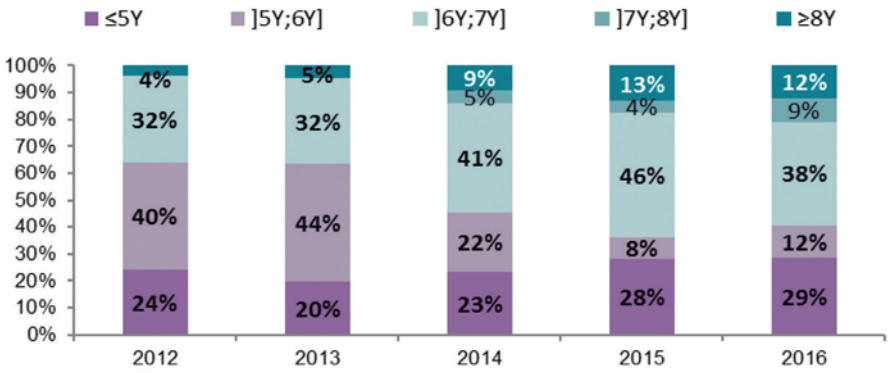
Fuente: Natixis



Los plazos de emisión son muy variados, siendo los vencimientos comprendidos entre los 5 y 7 años los más habituales. La posibilidad de financiarse a plazos superiores a los plazos habituales en la financiación bancaria es uno de los atractivos de este mercado. Otro elemento diferenciador de los mercados de colocaciones privadas, también en Euro PP, es la abundancia de emisiones no listadas. De esta forma, la compañía emisora puede mantener de forma confidencial las características principales de la financiación conseguida.

Gráfico 3. Evolución del plazo en operaciones de Euro PP

Fuente: Natixis



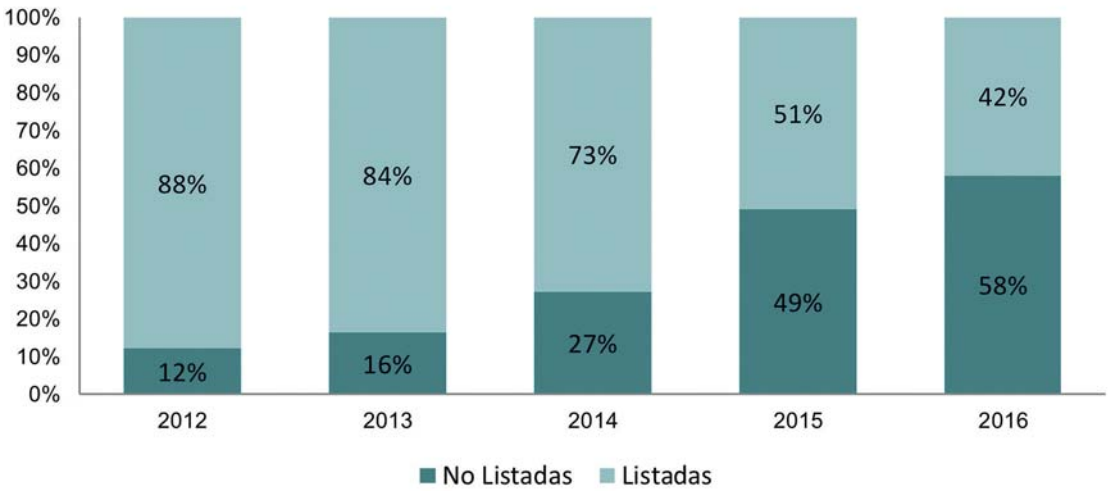
La mayoría de las operaciones de Euro PP realizadas este año no llevaban asociado una calificación crediticia pública, aunque en ocasiones los inversores solicitan informes privados a las agencias de rating para ayudarles a determinar el riesgo de crédito.

Finalmente, la base inversora suele poseer una estrategia de inversión de "comprar y mantener" ("buy & hold" en su acepción inglesa) y, aunque es fundamentalmente francesa todavía, van incorporándose paulatinamente inversores de otros países.

El periodo de ejecución de una colocación en Euro PP suele ser de unas 8 a 16 semanas, algo que contrasta con las rápidas ejecuciones en una colocación privada bajo el programa EMTN, que en ocasiones pueden realizarse en pocos días.

■ Gráfico 4. Evolución de operaciones listadas vs no listadas en Euro PP

Fuente: Natixis



Oportunidad para empresas españolas

La diversificación de fuentes de financiación fuera de la órbita bancaria es - cada vez más- uno de los objetivos a lograr por parte de los directores financieros de las empresas españolas. Es el caso, sin duda, de las grandes compañías, que en el último lustro han incrementado significativamente su financiación en el mercado de bonos.

Sin embargo, en el caso de compañías situadas en un escalón inferior por tamaño de negocio, la financiación en mercado de bonos no es algo tan sencillo de lograr en la práctica. En general, sus necesidades de financiación o refinanciación son inferiores a €200-250mn, tamaño mínimo habitual en una emisión pública de bonos. Es cierto que algunas empresas realizan colocaciones privadas de menor importe bajo su programa de emisión, pero no es fácil lograrlo sin haber emitido previamente un bono de forma pública. En este contexto, la flexibilidad que ofrece el Euro PP en relación a los importes de financiación es una característica de gran atractivo para muchas empresas de tamaño medio. Igualmente, la posibilidad de incorporar a inversores no domésticos es un factor positivo a considerar.

En definitiva, el mercado Euro PP es una alternativa adicional para aquellas empresas españolas de tamaño mediano con deseos de obtener financiación diferente al tradicional préstamo bancario, facilitando además la posibilidad de incrementar considerablemente el plazo de sus vencimientos de deuda, ajustándolos más a la estructura del activo. ■

5. INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES EN LA UNIÓN EUROPEA

Irene Fernández de Buján
Úrsula García
FinReg360

El sueño de una Europa unida nace desde los escombros de la Segunda Guerra Mundial. Unos excepcionales estadistas, entre los cuales cabe destacar a Adenauer, De Gasperi y Schuman, con algunos hombres financieros, entre los que sobresale Monnet, dedican sus mejores esfuerzos en persuadir a ciudadanos y gobernantes de los beneficios de alcanzar una integración primero económica y después política en el viejo continente.

Sin duda el Derecho es instrumento imprescindible para lograr este propósito. Los distintos procesos de esa integración, todavía inconclusa, han sido muy costosos y no exentos de graves crisis. En el marco político-económico, el proceso de integración de los mercados de capital ha sido también largo y laborioso. Sus orígenes más remotos surgen en 1973 cuando comienzan a promulgarse tímidas normas en las que ya se establecen leves medidas cautelares con el fin de conformar, en sus primeros mimbres, un mercado único de servicios financieros que pudiera constituir en el futuro un marco en el que las instituciones financieras nacionales sientan la seguridad de realizar operaciones en otros Estados miembros.

Con el Acta Única Europea (AUE), aprobada en 1986, se reforman las instituciones europeas asumiéndose nuevas competencias comunitarias. Así se crea el Consejo Europeo, se incrementan las facultades del Parlamento y la Comisión y agiliza la toma de decisiones en el Consejo de Ministros. En el ámbito financiero, en 1988, se aprueba la Directiva de Liberalización de Capitales que posibilita el libre movimiento de capital a partir de julio de 1990.

El Tratado de Maastricht, en 1993, conforma la Unión Europea, hito decisivo en el proyecto de integración. En el terreno económico/financiero, se prohibió toda restricción directa o indirecta al libre movimiento de capitales y pagos.

En el contexto de un cambiante sistema financiero, el Consejo Europeo de Cardiff de 1998 -así denominado por su presidente- traslada a la Comisión la propuesta de configurar un plan de acción para avanzar en el mercado único de servicios financieros. Tal requerimiento se respalda por la Comisión al publicar una Comunicación en la que se recoge la voluntad de llevar a término unas medidas concretas que alcancen el objetivo citado, entre las que se encuentran: (i) utilizar los recursos legislativos de la UE; (ii) eliminar la fragmentación del mercado de capitales; (iii) reforzar el nivel de protección de los consumidores; (iv) fomentar mayor coordinación entre los supervisores.

A finales de ese mismo año, el Consejo Europeo de Viena, considera ineludible programar un plan urgente sobre mercados financieros de la UE al considerarlo un elemento básico para el crecimiento económico y la creación de empleo en el reto de la moneda única. Para llevarlo a cabo se constituye un grupo de trabajo, con algunos ministros de Economía y Hacienda y otros del Banco Central Europeo y bajo la presidencia de la Comisión, con el fin de auxiliarla en la concreción de las prioridades de actuación que se debatirán en el Consejo ECOFIN de mayo de 1999.

En este dilatado proceso, un hito transcendental es la creación de la Unión Económica y Monetaria y la aparición del euro, el 1 de enero de 1999, que surge como manifestación incontestable de integración económica. Con la introducción del euro se ha pretendido, y en parte logrado, rebajar costes del capital e intermediación financiera, beneficiar los intereses de las empresas, y estimular el empleo y la inversión.

El Consejo de Ministros en la cumbre de Lisboa de 2000, se compromete a estudiar medidas que potencien la integración de los mercados financieros para mejorar la inversión, el crecimiento económico y el empleo. En este sentido es importante el informe de la comisión de expertos presidida por Alexander Lamfalussy, presentado en el mes de febrero de 2001 y aprobado inmediatamente por el Consejo de Ministros de la UE. En dicho informe se desarrolla un procedimiento legislativo para Europa en cuatro niveles.

En el primer nivel se incluyen Directivas y Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los que ESMA puede, ocasionalmente, ser requerida para prestar asistencia técnica a la CE. En segundo lugar, se encuentran las Directivas y Reglamentos Delegados emitidos por la Comisión, en los que ESMA juega un papel esencial al ser el responsable de la elaboración de los estándares técnicos (regulatory technical standards) que posteriormente la Comisión revisará para la redacción de los citados actos delegados. En el tercer nivel, ESMA emite guías y recomendaciones que, sin tener el carácter de obligatorio, se solicita a las autoridades nacionales que traten de alcanzar su cumplimiento. El cuarto nivel pretende el cumplimiento de la legislación emanada de la UE y de ESMA. Así, ESMA podrá iniciar una investigación desde la que formulará una recomendación a la autoridad nacional competente.

La crisis financiera de 2008 provoca que la integración financiera de la UE se retrotraiga a periodos pasados más precarios de fragmentación en el sector bancario y en los mercados estatales. En 2012, la Comisión presenta la propuesta de creación de un supervisor único (MUS) y los Estados alcanzan un acuerdo sobre su texto legal. El Consejo Europeo aprueba el informe "Hacia una Unión Económica y Monetaria genuina" que consolida la esperada unión bancaria.

En 2015, la Comisión Juncker comienza un nuevo proyecto que pretende conseguir una Unión de Mercados de Capitales (CMU) fuerte y estable en la UE y, publica un libro explicativo en el que se insta a los diferentes interesados para que remitan objeciones y/o sugerencias.

Al contrario de lo que ha sucedido con el regulador bancario y la iniciativa de Marco Único de Supervisión (MUS), el objeto fundamental de esta iniciativa no es buscar una supervisión única del mercado de capitales sino el facilitar el acceso transfronterizo a los mercados de capitales, esto es, que los empresarios y emprendedores encuentren

una amplia oferta de financiación en toda la UE, y no únicamente en su país de origen, para reducir la dependencia de la financiación bancaria, y que capitalistas y ahorradores puedan invertir su dinero en toda la UE.

Cabe apuntar en este sentido, las grandes diferencias existentes entre el sistema financiero Europeo y el de EE.UU.

En EE.UU. la mayor parte de la financiación empresarial surge de los mercados de capitales, mientras que en Europa la financiación bancaria es mucho más prevalente. El peso relativo de instrumentos de deuda frente a acciones es asimismo diverso: la financiación neta de las empresas no financieras en EE.UU. está formada en tres cuartas partes por instrumentos de capital mientras que en Europa no llega al 50%. Todo ello ha provocado que Estados Unidos haya tenido una mayor capacidad de recuperación tras la crisis. En España la dependencia de nuestras empresas al crédito bancario es de las más altas de la Unión Europea, alcanzando casi el 90%, según datos de la UE.

En febrero de 2015, la Comisión inicia una consulta acerca de las medidas que serían necesarias para crear un mercado único de capitales y así desbloquear las inversiones en la UE. Se recibieron más de 700 respuestas, incluyendo las del Parlamento Europeo y del Consejo, lo que confirma la relevancia del proyecto en curso. La mayoría de las opiniones coinciden en que un CMU beneficiaría una mayor distribución de riesgos entre Estados, conformaría mercados más líquidos y enriquecería las fuentes de financiación.

En septiembre de 2016 la CE publica una comunicación, "Capital Markets Union - Accelerating Reform" por la que confirma su compromiso con la CMU y solicita una revisión de prioridades y una mayor agilidad en la reforma de las medidas sobre titulización y folletos. Como consecuencia de lo anterior, la CE propone el Plan de acción de la CMU en el que se incluyen 33 acciones y medidas que se pretenden completar en el horizonte 2019.

El pasado 20 de enero, la CE promovió una consulta pública sobre la revisión intermedia del Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales a fin de que cualquier interesado se pronuncie sobre el mismo. Los resultados se han presentado en audiencia pública el 11 de abril de 2017. La CE evaluará las respuestas recibidas y elaborará una síntesis de las mismas, cuya publicación está prevista para junio de este año.

El documento de consulta mencionado se divide en 6 apartados fundamentales, los cuales se encuentran en sintonía con las 6 áreas identificadas en el Plan de Acción de la CMU. Cada apartado describe las iniciativas ya implementadas hasta el momento y detalla las medidas a adoptar en un futuro.

Según José María Roldán[1], presidente de la AEB, el Plan de Acción de la CMU puede resumirse en seis áreas de prioridad, mencionando en cada una de ellas las medidas más importantes:

"**1.** Financiar la innovación, las start ups y las compañías no cotizadas (propuesta de fondos de capital riesgo paneuropeos, informe sobre el crowdfunding);

1 "La unión del mercado de capitales: una visión crítica" presentada por José Mª Roldán Alegre, presidente de la AEB, en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo en junio de 2016.

2. Facilitar a las empresas colocar y levantar capital (acciones) en los mercados organizados (modernizar la directiva de folletos, analizar el sesgo hacia la deuda y en contra de los recursos propios en la normativa impositiva de las sociedades);
3. Promover la inversión en plazos largos, en infraestructuras y en sostenibilidad (recalibrar Solvencia II para favorecer la inversión a largo plazo en infraestructuras, call for evidence del efecto acumulativo de las reformas financieras);
4. Promover la inversión institucional y de los minoristas (green paper sobre servicios financieros minoristas, estudio sobre la introducción de pensiones europeas personales);
5. Aumentar la capacidad del sector bancario para apoyar la economía en su conjunto (explorar la creación de credit unions fuera de las normas de solvencia de los bancos, régimen europeo de covered bonds).

Y, por último, facilitar la inversión transfronteriza (armonizar las normas de insolvencia empresarial, eliminar las barreras a la libre movilidad de capitales; eliminar las barreras en las infraestructuras de mercados financieros identificadas en el informe Giovannini; valorar los obstáculos fiscales a la inversión cross border en fondos de inversión y de pensiones, revisión del marco supervisor de las ESAs)".

Para finalizar, cabe destacar dos medidas que consideramos de especial importancia y de inminente aplicación respecto al Plan de Acción de la CMU.

En primer lugar, las nuevas normas en materia de titulización. El 30 de septiembre de 2015, la CE publicó un conjunto de dos propuestas legislativas sobre titulización. Como es bien sabido, la titulización es el proceso de creación, por parte de una entidad bancaria, de un nuevo instrumento financiero. De esta manera los bancos reconvierten los préstamos que poseen en valores que pueden vender a los inversores, obteniendo así mayores rendimientos. El banco libera parte de su capital y puede seguir prestando un beneficio a la economía. Además, contribuye a distribuir los riesgos en todo el sector financiero al transferir algunos de sus riesgos a otros bancos o a inversores institucionales.

La CE propone un nuevo marco reglamentario para simplificar titulizaciones con el objetivo de lograr entre 100 000 y 150 000 millones de euros más de financiación.

En segundo lugar, se pretende adaptar la normativa sobre folletos. El nuevo Reglamento busca simplificar las normas y los procedimientos administrativos correspondientes a efectos de que resulte más sencillo para las empresas, especialmente las PYMES, acudir a mercados de capitales de toda la UE.

Por último, destacar que en el marco de la iniciativa de CMU, el ejecutivo comunitario ha puesto en marcha una convocatoria para detectar posibles incoherencias y lagunas en las normas financieras, para evitar un exceso de regulación en los mercados financieros que suponga una desventaja competitiva para las entidades comunitarias, así como cargas innecesarias y factores que pueden afectar negativamente a la inversión a largo plazo y al crecimiento. ■

6. EL RIESGO PAÍS Y SU INFLUENCIA EN EL RIESGO CORPORATIVO

Mikel Aguirre
Head of Political and Single Risk COFACE for Spain and Portugal

El riesgo país en las últimas décadas: Una breve aproximación histórica

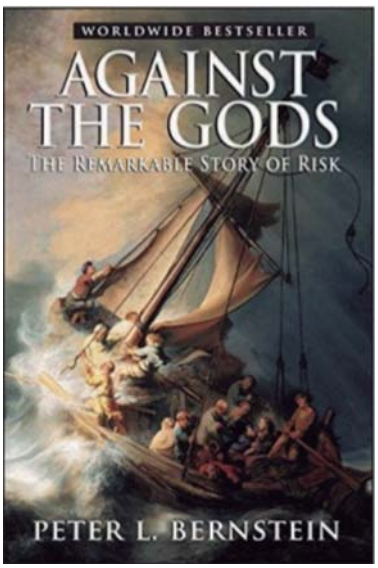
En 1982, el presidente López Portillo de la decimoquinta economía del mundo, México, anunció el impago de la deuda exterior del país. Es un momento clave de la historia económica moderna ya que hasta ese momento se presuponía que la solvencia de los países era poco menos que ilimitado. Cualquier empresario sabe que un cliente privado puede entrar en situación de concurso de acreedores (antigua suspensión de pagos) si su fondo de maniobra es negativo y su pasivo a corto es superior a su liquidez al mismo plazo. En aquellos años se suponía que las aportaciones que podía hacer un país sobre su deuda, teniendo la gestión de su política monetaria, eran ilimitadas: O se imprimía papel moneda o deuda soberana. Como he señalado, el año de los mundiales de futbol en España, todo cambio por el comportamiento de México. No fue la primera vez en la historia económica que un país suspendía pagos pero fue la primera vez tras la segunda guerra mundial y por lo tanto en la era moderna que la solvencia de los países se puso en entredicho.

Sólo un año antes, en enero de 1981, Irán había liberado a 64 ciudadanos norteamericanos retenidos en su embajada de Teherán durante 444 días. Los conflictos bélicos mundiales o la guerra de Vietnam se habían dejado atrás, pero un nuevo concepto de inestabilidad surgía con el comienzo de la década: el riesgo político derivado de la mala relación entre dos economías que actuaba, no sobre grandes instituciones o corporaciones, sino sobre el ciudadano medio. Los funcionarios norteamericanos retenidos en Irán fueron liberados el 20 de enero de 1981, horas antes de la toma de posesión de Ronald Reagan como cuadragésimo presidente de los Estados Unidos. El 11-S fue veinte años más tarde, pero claramente los civiles no hemos dejado de ser conscientes, todas estas décadas que las relaciones entre los países nos afectan en el día a día en forma de boicots, embargos, secuestros o atentados.

En las casi cuatro décadas transcurridas desde la crisis de los rehenes en Irán el mundo ha contemplado, la caída del muro de Berlín , el desmembramiento de las economías comunistas; la guerra de los Balcanes en el corazón de Europa, y la suspensión de pagos de los Tigres asiáticos; dos guerras del Golfo y el corralito argentino; el citado 11-S y la crisis subprime para llegar al principio del siglo XXI en el que los actos terroristas suceden con demasiada frecuencia en las principales economías mundiales, donde la guerra en Siria se extiende desde el 2011 con ramificaciones que llegan hasta el Brexit y con la presencia de figuras nada tradicionales que llegan a la presidencia de importantes países por diversos motivos pero principalmente por el descontento de amplios sectores de la ciudadanía.

Actualmente el riesgo político de la insolvencia no está circunscrito sólo a economías emergentes sino que sobrevuela países europeos o economías de renta per cápita elevada como Dubái en 2010 o situaciones como la ruptura de relaciones de siete países de Oriente Medio con Qatar en junio de 2017. Los actos de terrorismo lamentablemente extienden su campo de actuación y el resultado de los últimos referéndums en Reino Unido, Colombia o Italia no hacen sino añadir incertidumbres nuevas sobre importantes países.

¿Qué es riesgo país en 2017? La palabra riesgo deriva del antiguo término italiano *risicare* que quiere decir atreverse. Como decía Peter Bernstein en la introducción de su best seller *Against the Gods*, el riesgo es una elección en vez de un destino impuesto con lo que la inestabilidad política en los próximos meses será el resultado de las decisiones conjuntas e individuales que tomemos los ciudadanos en cada país y no el resultado de un destino inamovible al que estemos sometidos.



El riesgo país como pasivo oculto para las empresas

En la gestión empresarial de muchas empresas a nivel mundial, existe el convencimiento de la necesidad de estar preparado para el análisis y prevención, por ejemplo, de riesgos laborales o medioambientales. Cualquier empresa cotizada tiene la sensibilidad de saber cómo puede afectar a su empresa, de forma muy negativa, una imagen tomada en la otra punta del globo terráqueo en la que se muestre trabajo infantil o vertidos indiscriminados por ejemplo en acuíferos. Por el contrario es curioso que la sensibilidad sobre un país, sea Egipto, Grecia o Venezuela surge cuando la información que nos llega de aquel destino nos muestra que la situación es poco menos que insostenible. Ningún gerente de riesgos o responsable financiero trataría de buscar cobertura para un transporte de su empresa ya accidentado o sobre una nave industrial en llamas. Sin embargo es frecuente que cuando estalla un conflicto bélico, como el de Libia en 2011 sea cuando las firmas se planteen el tomar medias para aminorar una situación adversa que ya está en

plena expansión. Se suele indicar que cuando un país está en los medios es cuando buscar cobertura para ese destino es prácticamente imposible.

El riesgo político y la gestión de las empresas

Desde diciembre de 2010, con el estallido de la primavera árabe en Túnez, hemos podido comprobar cómo en cuestión de semanas e incluso días, la situación social y política en un país puede pasar desde estable a muy incierta: la calificación en 2010 del bono Griego como "basura" o riesgo especulativo; La guerra de Libia en 2011, el golpe de Estado en Turquía de 2016 o los múltiples ataques terroristas en localidades de Europa como Londres, París, Berlín, Estocolmo Niza o Barcelona hacen cada vez más difícil circunscribir el riesgo país a un área determinada.

¿Cómo podemos prever que se va a incrementar el riesgo país en un destino?

Quizás ¿por la llegada de un partido de extrema izquierda al poder?

Cuando el Partido de los Trabajadores de Lula da Silva llegó a la presidencia de Brasil en enero de 2003, fueron muchos los interrogantes que se abrieron sobre la gestión económica que vendría después. La realidad es que los ocho años siguientes, el país vivió un crecimiento sin precedentes, dando confianza a los inversores extranjeros al mismo tiempo que millones de brasileños salían de la pobreza.

Quizás ¿por la anexión de una plaza financiera por un país comunista?

El 1 de julio de 1997 el Reino Unido transfirió la soberanía de Hong Kong a la República Popular China y han sido 20 años ininterrumpidos de crecimiento económico para la isla siendo con Singapur una de las dos plazas financieras más importantes de Asia .

¿Cómo podemos prever que no hay riesgo país en un destino?

Quizás ¿por estar en la Unión Europea?

El año 2010 fue una prueba de fuego para los 28 países integrantes de la Unión Económica, sorteando en última instancia la insolvencia de países milenarios como Grecia.

La situación en Libia y el resultado en junio de 2016 del referéndum del Brexit han mostrado a los europeos que no se debe dar por cierto a situaciones tan básicas como la permanencia a la Unión Europea.

Quizás ¿por tratarse de Estados Unidos?

La primera guerra del Golfo terminó en enero de 1991 pero después han llegado 26 años de situaciones excepcionales como atentados con miles de muertos en territorio norteamericano, la mayor crisis financiera

en décadas o la llegada de medidas proteccionista con un auténtico outsider de la política tradicional como Donald Trump.

Una pyme debe tener claro que un impago derivado del riesgo país del comprador puede ser una vía de agua letal en su cuenta de resultados y una empresa cotizada debe ser consciente que una expropiación, un embargo o cuestiones ajenas a su operativa diaria como el conflicto hispano chileno que se abrió en 1998 por la orden de detención abierta en España contra el antiguo Presidente de la República de Chile pueden afectar de forma muy severa a su cotización durante varios ejercicios.

Hace escasos años un gran banco europeo se anunciaba esponsorizando un piloto español, un inglés y un brasileño. El mensaje era claro, somos una entidad global. La cuestión es ver como España, Reino Unido y Brasil han pasado de ser países de preocupación a factores de estabilidad en un periodo tan breve de tiempo. Unos mejorando y otros en sentido contrario. Y este baile va a continuar.

Riesgo Político es a finales de la primera década del siglo XXI una situación de la que, aparentemente, no está exento ningún país. No se trata de vivir con inquietud sino de atreverse a estar preparado. Vivimos en un mundo globalizado en el que la sección de internacional de los noticiarios ya no es una breve reseña pintoresca sino la columna vertebral de la actividad empresarial. ■

7. EL FUTURO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS DE EE.UU., ZONA EURO Y REINO UNIDO

Roberto Ruiz Scholtes, CFA
Director de Estrategia de UBS en España

La economía mundial vive el primer episodio de reaceleración sincronizada desde 2011, el PIB crece algo por encima de su declinante potencial y el fantasma de la deflación se ha desvanecido. Se dan por tanto las condiciones que esperaban los bancos centrales para ir normalizando sus políticas monetarias. Tras haber desplegado un arsenal de medidas no convencionales inimaginable antes de la Gran Recesión, se van definiendo unas "estrategias de salida" que probablemente se caracterizarán por su prudencia y plazo prolongado de implementación, por seguir una secuencia más o menos explícita y por tener como meta unos tipos de interés nominales y reales muy por debajo de ciclos anteriores.

Reserva Federal: Experimento inédito de reducción del balance

Con EE.UU. en una fase mucho más avanzada del ciclo que el resto del mundo desarrollado, la FED se enfrenta al reto de tratar de normalizar su política monetaria no sólo en términos de precios (tipos de interés) sino también de cantidades (reduciendo su inmenso balance), con una elevada incertidumbre sobre cuáles serán los efectos potenciales de un ajuste conjunto y cuál es la secuencia más apropiada.

Ahora que la economía de EE.UU. ha entrado en una dinámica más sólida ha retomado la normalización de sus tipos con alzas en diciembre y marzo. UBS espera que la FED vaya espaciando los movimientos, con 4 o 5 alzas de ahora al final de 2018. Por un lado, el objetivo de inflación (medida por el Core PCE, no por el IPC general) no se instalará por encima del 2% hasta el año que viene y ya ha dejado claro que se trata de un "objetivo simétrico", por lo que no se inmutará si pasa un tiempo algo por encima de ese nivel. Pero lo más importante es que, a pesar de estar EE.UU. cerca del pleno empleo, las presiones salariales son moderadas ya que la globalización y las innovaciones tecnológicas hacen que los recursos productivos ya no estén constreñidos al ámbito nacional y que sea mucho más improbable una espiral inflacionista. Dicho en terminología económica, la Curva de Philips se ha aplanado con carácter estructural.

Pero aún más relevante que el ritmo de subidas de tipos es dónde está la meta en este ciclo. La menor elasticidad de los salarios al desempleo y la enorme deuda acumulada en todo el mundo hacen que ahora sean necesarias menos subidas de tipos para lograr el enfriamiento económico deseado. Este cambio de paradigma de la política monetaria queda patente en las proyecciones de los propios miembros del

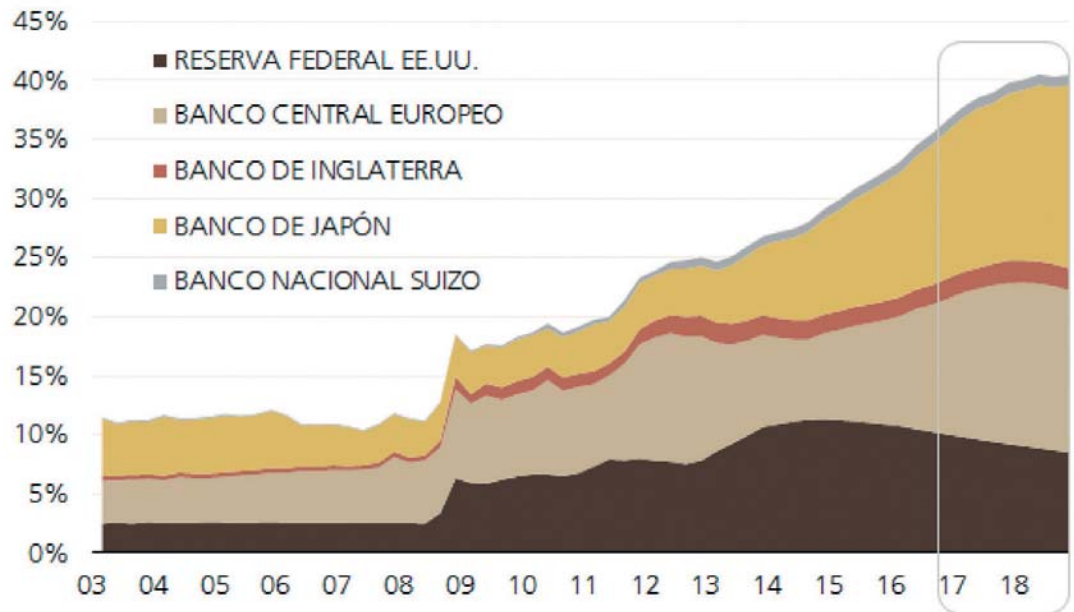
FOMC y en estudios académicos y de las distintas reservas regionales: el tipo de interés real natural (r*) ha caído estructuralmente y posiblemente no pase del 1%. En consecuencia, la FED no prevé pasar del 3% cuando complete el ciclo de subidas en 2019.

La atención en los próximos meses va a girar hacia el intento de la FED de normalizar también su balance de unos 4 billones de USD, de los que cerca de 2 billones son excesos de reservas en bonos del Tesoro y titulizaciones hipotecarias (MBS). Habiendo anticipado que afrontaría el reto en cuanto hubiera progresado en las subidas de tipos, prevemos un anuncio antes de final de año y que comience en enero de 2018 con una reducción gradual del porcentaje de la reinversión de los vencimientos y cupones (ahora en el 100%), que podría priorizar la salida de los MBS respecto a los bonos del Tesoro.

Esta reducción endurecerá las condiciones financieras por el alza de los tipos a largo plazo que amplificará el efecto de las subidas de los tipos monetarios. Por esta razón, esperamos que la FED solo menguará su balance de forma "pasiva" sin que llegue a vender ningún bono. A ese ritmo, el exceso de reservas solo sería eliminado en un plazo de unos 5 años, y eso en el improbable escenario de que no se produzca ningún bache en el ciclo en este lustro. Siendo realistas, bastará que su tipo oficial se acerque al 3% para hacer que la actividad económica global desfallezca antes y lo más probable es que no logre normalizar el tamaño de su balance en una década.

Gráfico 1. Balance de los bancos centrales de EE.UU., Zona Euro, Reino Unido, Suiza y Japón (en % del PIB combinado)

Fuente: Bancos centrales, Bloomberg, UBS



BCE: Tratando de seguir los pasos de La FED

El propio banco central no vislumbra aún que la inflación general se estabilice cerca del 2% en su horizonte de previsiones, pero ya trabaja en su "estrategia de salida". Tras reducir desde abril sus compras mensuales de 80 a 60 millardos de euros, la esperada reducción del riesgo político tras la elección presidencial en Francia dará vía libre para marcar el camino.

Esperamos una secuencia que tratará de replicar la exitosa estrategia de la FED. Ya en junio o julio podría eliminar de su comunicado la opción de "tipos aún más bajos", preparando el terreno para el anuncio –quizás el 7 de septiembre– de la reducción progresiva de las compras de bonos a partir de enero de 2018 hasta finalizarlas a mediados de ese año. El menor exceso de liquidez del Eurosistema irá elevando los Euribor durante 2018, aunque el BCE no esté subiendo sus tipos oficiales. La siguiente señal podría ser la elevación del tipo de depósito del actual para devolver la simetría del corredor de los tres tipos de referencia. A partir de allí, quizás a final de 2018 si la economía sigue fuerte o más tarde si ha desfallecido, comenzaría la subida de los tipos oficiales.

El cambio de paradigma en el tipo real natural también aplica al BCE, posiblemente incluso debajo del 0%. En consecuencia, estimamos que el tipo nominal máximo que el BCE podría alcanzar este ciclo estaría en el 1,0%-1,5%, no antes de finales de 2019. Y esto si el ciclo global ha aguantado hasta entonces con el lastre de tipos más altos en EE.UU y la ralentización de China. Siguiendo los pasos de la FED, si aún estuviera a tiempo, comenzaría entonces la reducción del tamaño con la reinversión parcial de vencimientos y cupones. Pero con tal retardo que podría tener que pisar el freno mucho antes de que los tipos monetarios sean sustancialmente positivos y sin apenas haber reducido un balance con un enorme riesgo en deuda periférica y corporativa.

Reino Unido: en modo " Risk Management"

El Banco de Inglaterra (BoE) se enfrenta a una situación aún más atípica que sus colegas de EE.UU. y la Zona Euro por el Brexit. En un país con pleno empleo, pero con gran incertidumbre respecto al esquema futuro de relaciones con la UE y el resto del mundo, tendrá que gestionar un dilema multidimensional: una inflación que supera su objetivo, una probable desaceleración cíclica y estructural, un déficit de balanza de pagos más difícil financiar, una divisa infravalorada y un descenso del tipo de interés de equilibrio.

La secuencia de normalización es por tanto muy incierta y es probable que el BoE opte por un enfoque táctico, con idas y venidas en las medidas expansivas y restrictivas. No parece que, a corto plazo, se lance a más recortes de tipos o a más compras, pero tampoco se adivinan movimientos en sentido contrario. En cualquier caso, también parece que acabará el ciclo con un tipo de referencia muy bajo y con un balance que apenas habrá podido reducir.

Conclusión: una normalización lenta y parcial

La Fed anunciará en unos meses su estrategia para reducir su balance. El BCE acaba de arrancar su secuencia –probablemente parecida– de normalización de su política monetaria mientras que, por circunstancias distintas, BoE y BoJ prolongarán sus políticas expansivas. En cualquier caso, los pasos de los bancos centrales serán lentos y prudentes, haciendo mucho énfasis en el "manejo de expectativas" y muy dependientes de las condiciones cíclicas, lo que posiblemente lleve a pausas en el proceso.

Lo más destacable, sin embargo, de estas "estrategias de salida" es que los tipos de intervención máximos de este ciclo serán muy inferiores (UBS estima que 2,5%-3,0% en EE.UU. y 1,0%-1,5% en la Zona Euro), lo que implica la persistencia de tipos reales negativos. Además, es probable que el ciclo desfallezca antes de que les dé tiempo a reducir sustancialmente el tamaño de sus balances. ■

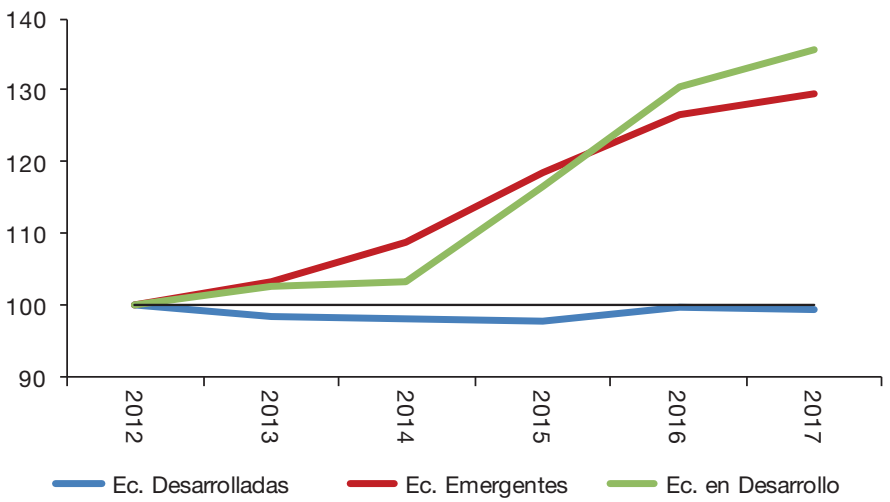
8. LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA A NIVEL INTERNACIONAL Y SU IMPACTO EN LA RENTA FIJA CORPORATIVA

Leandro Navarro
Vocal Asesor. Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Tesoro Público.

En los últimos años la ratio de Deuda Pública sobre PIB a nivel mundial ha vivido una notable expansión. Sin embargo, ha habido cambios importantes en lo relativo a su composición por zonas geográficas, con un fuerte empuje por parte de aquélla originada en países en vías de desarrollo o emergentes y una relativa estabilización en el caso de la de los países desarrollados (Gráfico 1). Esta tendencia se ha mantenido en los últimos cinco años y se ha acelerado desde 2014.

Gráfico 1. Evolución de la Deuda Pública 2012-2017 por zonas geográficas. Porcentaje del Producto Interior Bruto. Índice 2012=100.

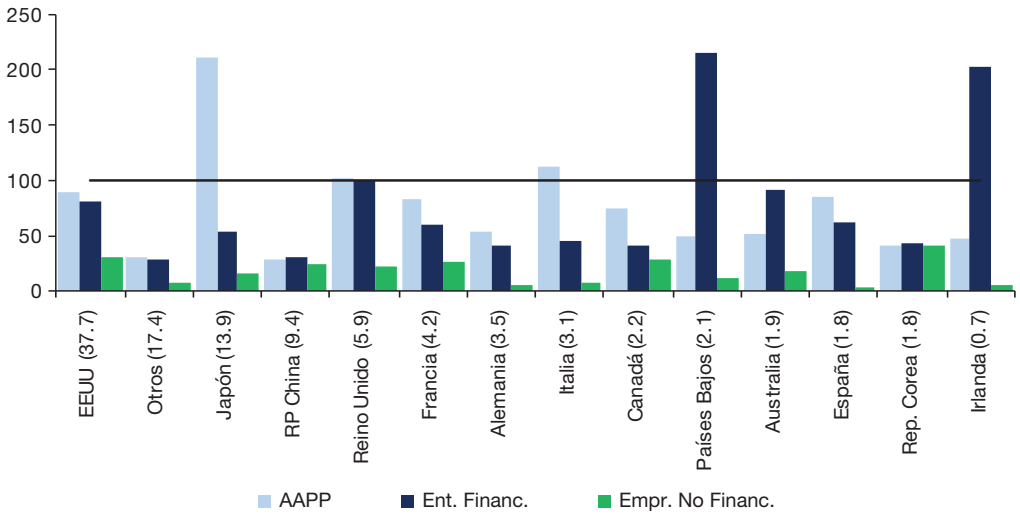
Fuente: Fondo Monetario Internacional. Fiscal Monitor April 2017.



A pesar de esta tendencia reciente, el peso de las emisiones de valores realizadas por emisores radicados en economías en vías de desarrollo o de países emergentes es reducido, siendo aquéllos establecidos en países desarrollados los que concentran la mayor parte del volumen en circulación. En la actualidad los EEUU suponen un 32,7% del volumen global en circulación, seguido de lejos por los seis principales mercados de la zona del Euro (15,4%) y de Japón (13,9%). Dentro de este contexto, en el caso de la zona del Euro destaca el escaso peso de la renta fija corporativa, donde, en promedio, su volumen en circulación en relación al PIB, excluida Francia, no supera el 0,4% del PIB, frente a un 5,8% en el caso de los EEUU y del 0,7% del PIB de Japón.

Gráfico 2. Principales Mercados de Valores en Función del PIB en 2016. En % del PIB (Volumen en circulación, en billones de dólares EEUU).

Fuentes: BIS debt securities statistics y Banco Mundial.

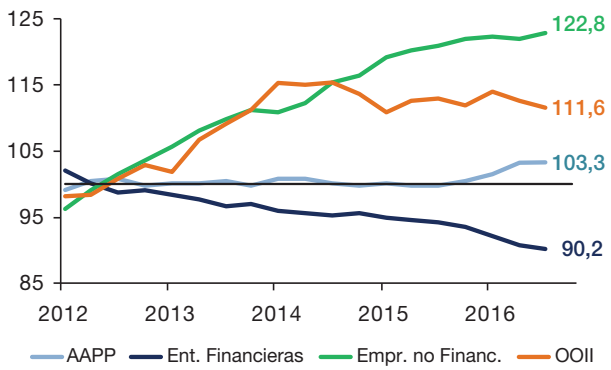


Dentro de las tendencias más recientes resulta destacable la ganancia de peso relativo de los mercados de renta fija emitida por empresas no financieras y una estabilización por parte de las administraciones públicas. En lo referente a la divisa elegida por los emisores destaca la ganancia de peso relativa del Dólar Estadounidense y una pérdida del Euro y del Yen.

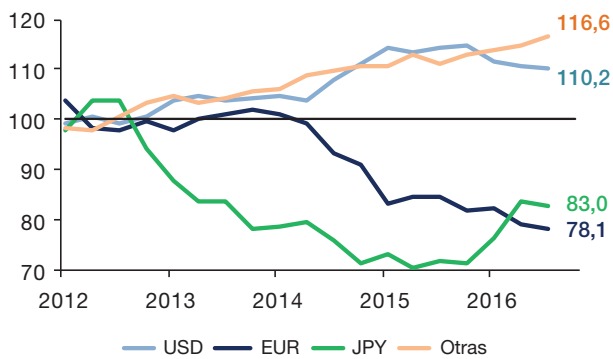
Gráficos 3. Evolución de los mercados de renta fija. Índice 2012=100.

Fuentes: BIS debt securities statistics y Banco Mundial. EUR=Euro; USD=Dólar Estadonunidense; JPY=Yen Japonés.

3.1. Según naturaleza del emisor.



3.2. Según divisa empleada.



Estas tendencias vienen dominadas por varios condicionantes, que se añaden a la tradicional preponderancia del crédito bancario en Europa frente a otras fuentes alternativas de financiación corporativa. En primer lugar, numerosas economías desarrolladas partían de un elevado nivel de apalancamiento del sector privado a comienzos de la crisis financiera que daba lugar a un elevado servicio de la deuda (Tabla 1). Este hecho imprime la necesidad de reducción y recomposición de balances, lo que ha sido una de las principales cortapisas para el desarrollo de los mercados de renta fija privada en la zona del Euro.

Tabla 1. Índices de servicio de la deuda en el sector privado no financiero de una selección de países. En porcentaje de la renta bruta disponible.

Fuente: BIS debt service ratios statistics.

Ranking 2008 T1	País	2008 T1		2016 T4	Variación	Ranking actual
1	España	24.9	↓	14.6	-10.0	6
2	Australia	23.8	↓	21.3	-2.5	2
3	Reino Unido	19.6	↓	14.8	-4.8	7
4	EE.UU.	18.4	↓	14.6	-3.8	8
5	Bélgica	18.1	↑	21.4	3.3	1
6	Francia	16.1	↑	17.2	1.1	5
7	Japón	15.6	↓	14.2	-1.4	9
8	Brasil	14.4	↑	21.3	6.9	2
9	Italia	13.8	↓	11.1	-2.7	10
10	China	13.6	↑	20.1	6.5	4
11	Alemania	11.3	↓	9.6	-1,7	11

En segundo lugar, destaca el efecto de las políticas monetarias no convencionales sobre los precios relativos de la renta fija corporativa y pública. Si bien el efecto inicial[1] de los programas de compra de activos fue una ampliación de los diferenciales de crédito entre la renta fija corporativa y la pública, las expectativas de progresiva normalización están haciendo que el efecto del ciclo económico vuelva a dominar sobre los precios de la deuda corporativa, pero también que aumente la heterogeneidad sectorial y por país[2].

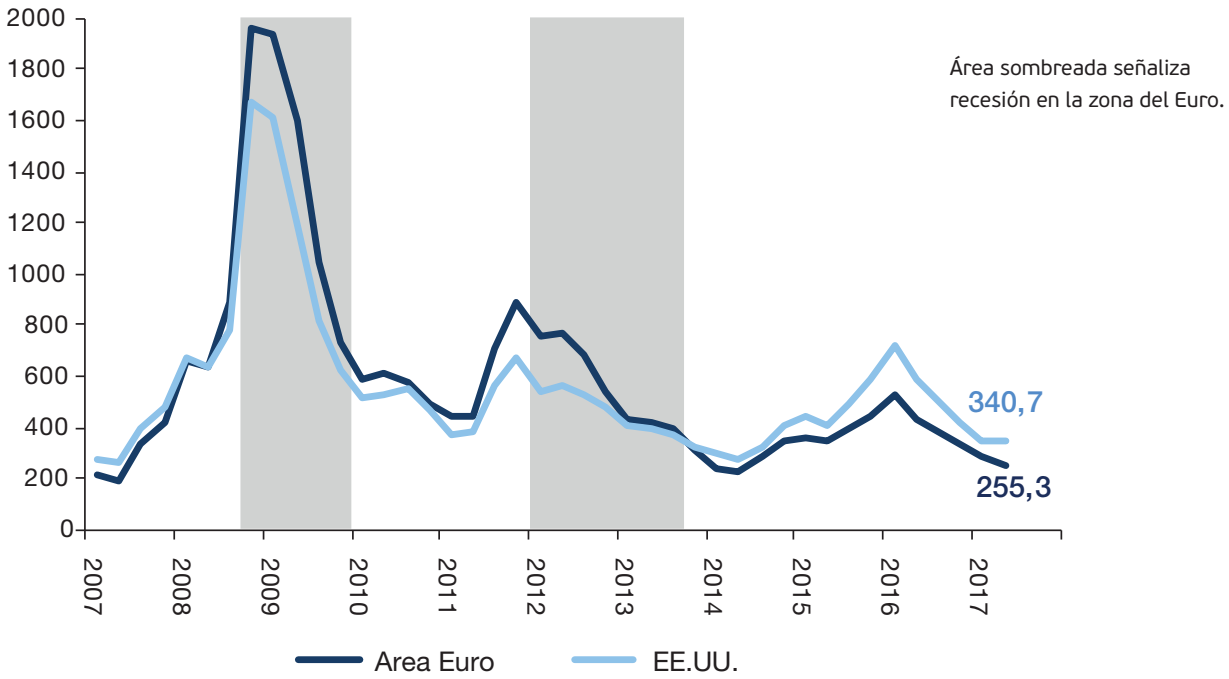
1 Véase, por ejemplo, Swanson, Eric T. (2015) "Measuring The Effects Of Unconventional Monetary Policy On Asset Prices", NBER Working Paper Series. Working Paper 21816.

2 Véase, Krylova, E. (2016) "Determinants Of Euro-Denominated Corporate Bond Spreads". European Central Bank. Working Paper Series No 1912 / June 2016.

Tanto la mejoría en las métricas de servicio de la deuda como las expectativas de normalización de la política monetaria han contribuido a reiniciar la actividad emisora de renta fija corporativa y a comprimir los diferenciales frente a la deuda soberana hasta niveles históricamente bajos, aunque ligeramente superiores a los observados entre los años 2004 y 2006. Ello se hace especialmente patente en el caso de la renta fija High-Yield estadounidense y en la zona del Euro.

■ Gráfico 4. Diferencial de rentabilidad a 10 años entre la deuda pública y los bonos High-Yield corporativo. Promedios trimestrales, en puntos básicos.

Fuentes: Reserva Federal de los EEUU, Eurostat y BCE.



El contexto europeo de la renta fija corporativa: hacia un mercado de capitales único

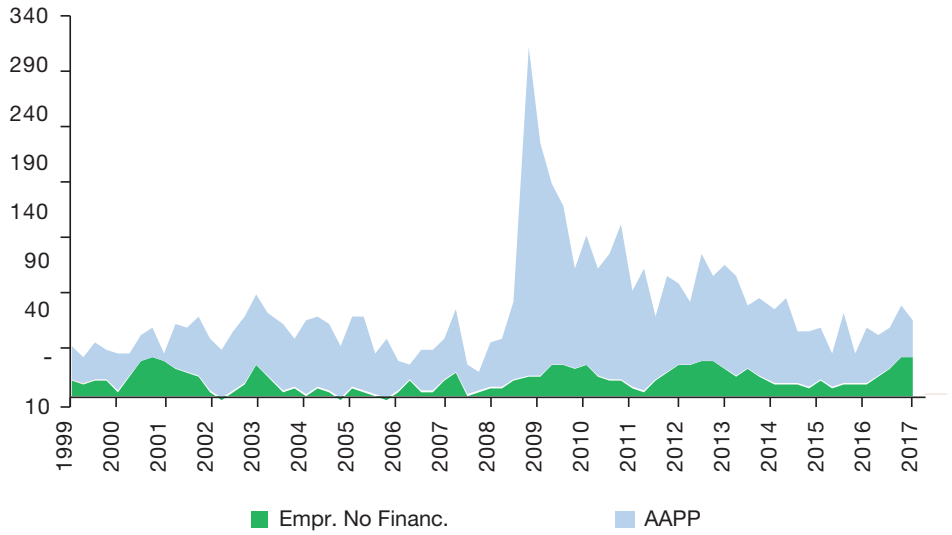
La reactivación de la actividad emisora de renta fija corporativa en la zona del Euro coincide con un contexto de atenuación de la de los emisores soberanos; ya a comienzos de 2017 el volumen de emisión neta por parte de empresas no financieras es prácticamente idéntico al del sector público.

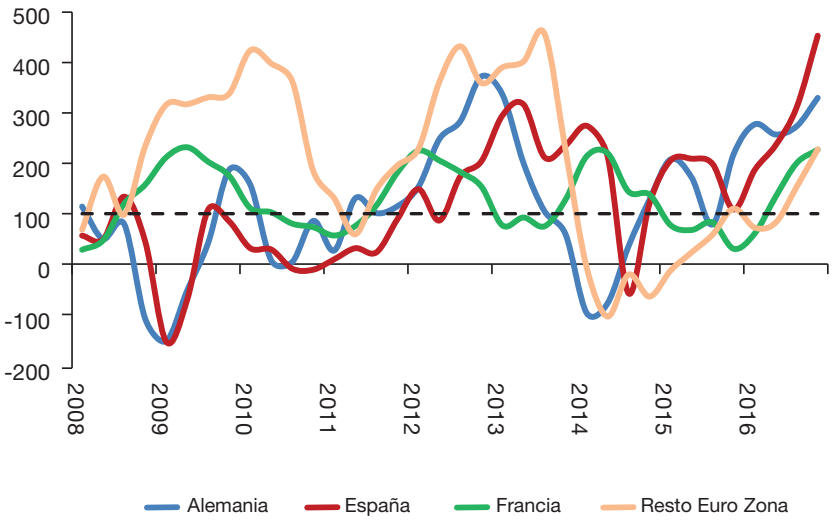
Esta tendencia reciente resulta más relevante en Francia y Alemania (Gráficos 4.1 y 4.2), si bien, en el caso de España, se observa una notable aceleración en la emisión neta por parte de las empresas no financieras desde 2016.

Gráficos 5.1 y 5.2. Emisiones netas de valores en la zona del Euro.

Miles de millones de Euros e Índice 2008=100.

Fuente: Banco Central Europeo





El relativamente reducido papel de la financiación mediante valores y el mayor recurso a la financiación bancaria en el caso de las empresas no financieras en la Unión Europea es tema común de numerosos artículos académicos[3]. Por lo general, dichos artículos coinciden en señalar la falta de canalización del ahorro hacia el tejido empresarial por medio de la renta fija en el caso de la zona del Euro en particular, y de Europa en

3 Ver por ejemplo Beschwitz y Howells (2016), "Are euro-area corporate bond markets irrelevant? The effect of bond market access on Investment", Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Paper, Number 1176, August 2016.

general, siendo deseable un reequilibrio de las fuentes de financiación desde la financiación bancaria hacia las acciones y la renta fija.

Por ello, en diciembre de 2012, el presidente del Consejo Europeo elaboró una hoja de ruta con plazos concretos para lograr un auténtico mercado de capitales único en la UEM que se materializó en el denominado "Plan de acción para la creación de un mercado de capitales" que debe contribuir a una progresiva desintermediación bancaria.

Este Plan de Acción se centra en cinco principales ejes de actuación:

i. Facilitación de la financiación mediante mercados de capitales, especialmente para pequeñas y medianas empresas.

ii. Incrementar la inversión e instrumentos a disposición de inversores minoristas e institucionales.

iii. Supresión de obstáculos transfronterizos y desarrollo de los mercados de capitales.

iv. Garantizar un entorno normativo adecuado para las inversiones a largo plazo.

v. Apoyándose sobre la Unión Bancaria, reforzar la capacidad de préstamo de los bancos.

Esta prioridad de política financiera deriva de la necesidad en Europa de reducir el apalancamiento financiero y la dependencia del sistema bancario. En la actualidad es necesario un aumento de la competencia y una diversificación de las fuentes de financiación que permitan financiar proyectos más innovadores y de mayor perfil de riesgo, que por lo general, no encajan en la política de préstamo de entidades bancarias. Tras este paso Europa será cada vez más resistente ante crisis bancarias internacionales.

Dado el contexto actual de reactivación económica, la paulatina reducción de los déficits públicos en la zona del Euro y el menor apalancamiento financiero de los agentes privados, estas iniciativas contribuirán a un mayor desarrollo de la renta fija corporativa y a una financiación más equilibrada y transparente de los proyectos empresariales. ■

9. EL NACIMIENTO DE UNA NUEVA CLASE DE EMISIONES DE RENTA FIJA: LAS EMISIONES "SENIOR NON-PREFERRED"

Borja Zamorano
Managing Director de EMEA Primary Debt Markets,
Mizuho International plc.

El mundo del capital regulatorio para las entidades financieras está sufriendo una auténtica revolución con cambios tales como los futuros requerimientos de **MREL** (iniciales de Minimum Required Eligible Liabilities o Mínimo Requerido de Pasivos Elegibles), el impacto de la nueva normativa IFRS 9, las prioridades del BCE, los futuros test de estrés, las modificaciones a las normativas comunitarias propuestas por la Comisión Europea en noviembre de 2016 en materia de capital (CRR/CRD) o los posibles nuevos requerimientos de risk weighted assets (RWA) según Basilea IV. Todos estos cambios están teniendo y van a tener como consecuencia para las entidades financieras, entre otras, la necesidad de que emitan "más" y "distinto" capital.

En 2016, el Single Resolution Board (SRB) ha empezado a definir su posición en relación al MREL informando de manera preliminar sobre los requerimientos de capital que tendrán que afrontar todas las entidades en función de sus perfiles de riesgo ante una posible situación de resolución de la entidad. Con el mismo objetivo regulatorio que el MREL, a las entidades de importancia sistémica conocidas como G-SIBs, se les va a exigir una capacidad suficiente de absorber perdidas y de recapitalización en situaciones de resolución conocida como **TLAC** (total loss absorbing capacity) que posibilite con un alto grado de confianza implementar un proceso ordenado de resolución de la entidad minimizando su impacto en la estabilidad financiera, asegurando la continuidad de sus funciones críticas y evitando el impacto de los contribuyentes por las pérdidas.

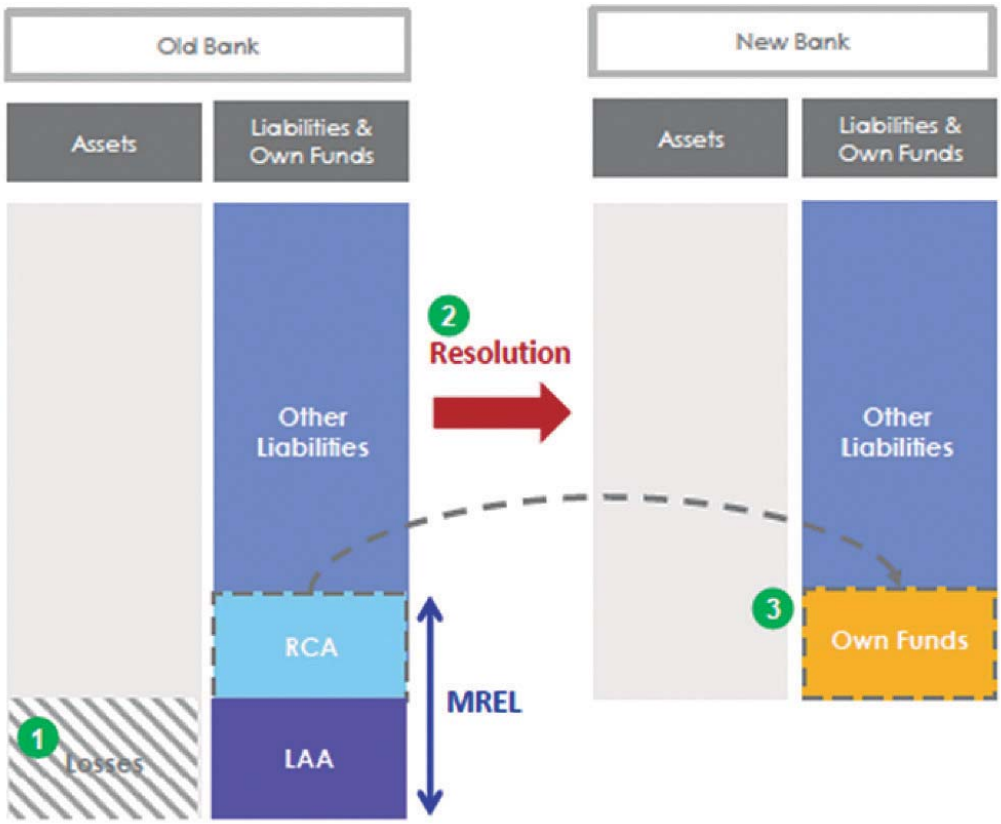
En el gráfico 1 se ilustra cómo afectaría a un banco su entrada en resolución y la conversión de su MREL en capital para preservar su situación y facilitar su continuidad.

Si bien los requerimientos de TLAC solo afectan a las conocidas como G-SIBs (en la actualidad la única entidad española afectada es el Banco Santander), el MREL aplica a todas las entidades de la UE.

Los requerimientos de TLAC suponen que, a 1 de enero de 2019, las G-SIBs alcancen el 16% de sus RWAs (y el 18% para 2022) en emisiones que puedan ser consideradas como "absorbedoras de pérdidas", entre las que se incluyen obviamente el capital CET1, el additional Tier 1, y la deuda subordinada Tier 2 o Tier 3, pero también una nueva clase de emisiones conocida como **Second Ranking Senior Senior o Senior Non-Preferred.**

■ Gráfico 1. Illustration of a bail-in and conversion for a bank where all its operations are preserved and continue to operate

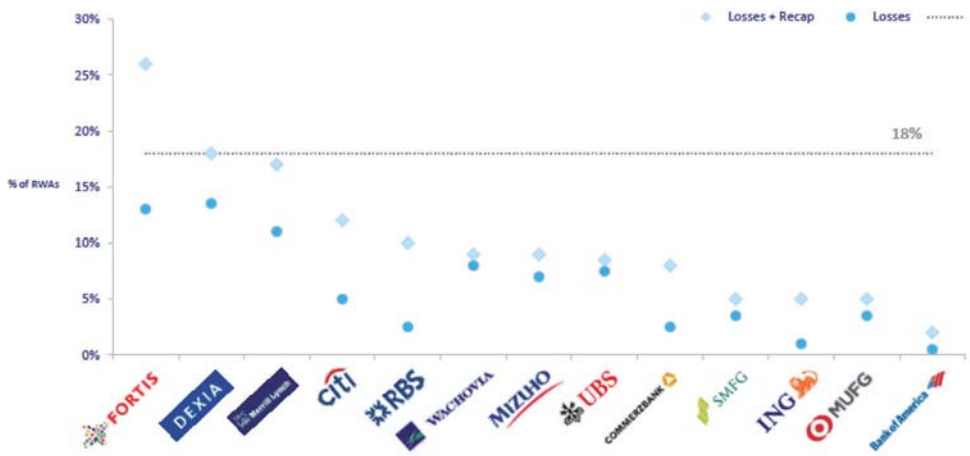
Fuente: FSB, Mizuho



1 Old Bank incurs losses equivalent to the entire Loss Absorption Amount (LAA), which means all of its own funds have been consumed and bank fails
2 It is placed into resolution, which executes a bail-in and conversion in order to restore funds
3 Recapitalisation Amount (RCA) will be converted into own funds and make up the capital base of the New Bank

Fuente: FSB, Mizuho

Una capacidad de absorber pérdidas del 18% habría sido suficiente para cubrir las pérdidas y recapitalización de la mayoría de las crisis padecidas por las entidades internacionales en los últimos años. En el gráfico se ilustran diez de los casos más recientes y tres asociados a la crisis bancaria japonesa. Únicamente en el caso de Fortis, el 18% habría sido insuficiente.



Para cumplir con los criterios de elegibilidad como TLAC se exige la **subordinación** de estas emisiones. Esta subordinación se puede conseguir a través de distintas modalidades: **estructural,** como en el Reino Unido, (emitiendo deuda senior desde una entidad holding); **contractual** (por la que los tenedores de estas emisiones *Second Ranking Senior Senior* o *Senior Non-Preferred* contractualmente aceptan subordinarse a los acreedores senior y, por supuesto, a los depositantes y acreedores privilegiados como tenedores de cédulas hipotecarias); o **estatutaria,** en la que por ley se reconoce el estatus subordinado de los acreedores de *Second Ranking Senior Senior* o *Senior Non-Preferred notes* frente a los acreedores senior *(preferred)*.

El 23 de noviembre de 2016, la Comisión Europea presentó sus modificaciones a la Directiva BRDD *(Bank Recovery and Resolution Directive)* en relación al ranking en situación de insolvencia de los instrumentos de deuda *(Senior Ranking Harmonisation Directive).* La propuesta mantiene viva la clase de deuda senior si bien crea una nueva de ***"non-preferred senior debt"*** que en situación de resolución o insolvencia de la entidad se posiciona en la prelación de cobros por detrás de la deuda senior "unsecured" y de otros acreedores, pero delante del capital y otros instrumentos subordinados en línea con el marco promulgado en Francia en diciembre de 2016.

Esta propuesta requiere a los Estados Miembros la trasposición a derecho nacional de la *Senior Ranking Harmonisation Directive* para junio de 2017 y su aplicación para julio de 2017 aunque el momento de su implementación es algo incierto al depender de los diferentes procesos legislativos en los estados miembros.

El **Banco Santander,** por ejemplo, ha comenzado a emitir instrumentos elegibles como TLAC en anticipación de la aprobación definitiva de la legislación a través de la inclusión de cláusulas contractuales en los términos y condiciones de sus emisiones (modalidad de subordinación contractual) que reconocen tanto el estatus de *senior second ranking (senior non-preferred)* como el alineamiento a la futura legislación o la modificación o sustitución de estas emisiones para hacerlas compatibles con las exigencias futuras.

Esta estrategia de empezar a emitir antes de que el marco legal esté plenamente definido se entiende en el contexto de los volúmenes a los que la entidad (y sus filiales) tienen que hacer frente en estos dos años. Solo la matriz del grupo Santander, entre 2017 y 2018 tiene que emitir entre 22.000 y 26.000 millones de euros de senior non-preferred:

Funding plan will focus on TLAC-eligible instruments*

2017-2018 Funding plan

Bn. EUR	2017				2018			
	SENIOR NON PREFERRED	SENIOR PREFERRED	HYBRIDS	TOTAL	SENIOR NON PREFERRED	SENIOR PREFERRED	HYBRIDS	TOTAL
SAN	12 - 14	-	2 - 3	**14 - 17**	10 - 12	-	2 - 3	**12 - 15**
SCF	-	5 - 7	-	**5 - 7**	0.5	4.5 - 5.5	-	**5 - 6**
UK	2 - 3	-	1 - 2	**3 - 5**	0.5 - 1	-	0.5 - 1	**1 - 2**
SHUSA	2 - 3	-	-	**2 - 3**	1 - 2	-	-	**1 - 2**
TOTAL	16 - 20	5 - 7	3 - 5	24 - 32	12 - 15.5	4.5 - 5.5	2.5 - 4	19 - 25

2016 MLT ISSUANCES (provisional)

Bn. EUR	SENIOR	HYBRIDS	TOTAL
SAN	4,2	2,3	6,5
SCF	5,8	-	5,8
UK	6,8	-	6,8
USA	1,4	-	1,4
TOTAL	18,2	2,3	20,5

SANTANDER PARENT 2016 MLT ISSUANCES

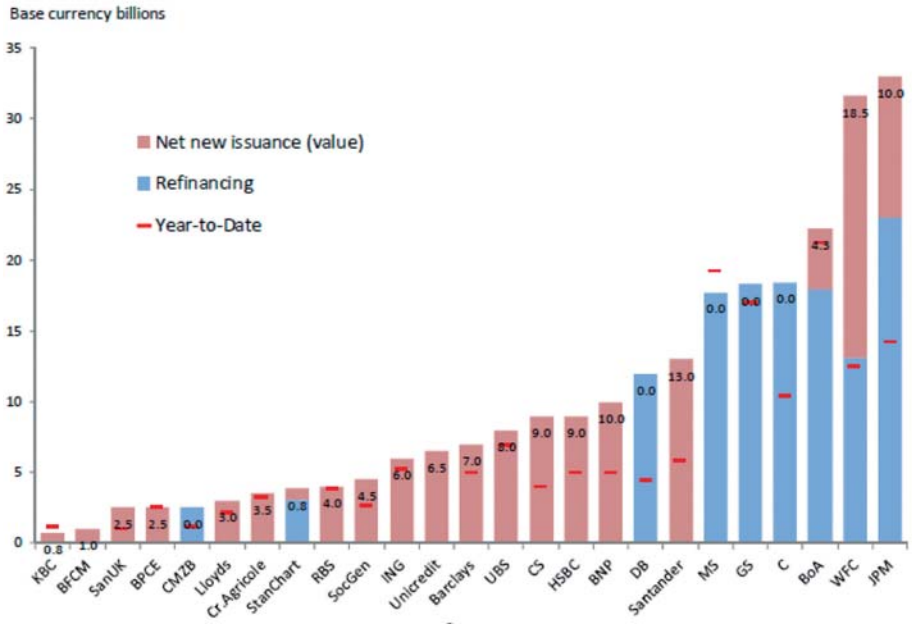
Bn. EUR	SENIOR	%	Tier 2	%
Private Placements	3,2	76%	0,8	36%
Public deals	1,0	24%	1,5	65%
Total	4,2	100%	2,3	100%

Santander

(*) Estimates are based on current financial forecasts and are subject to changes depending on the regulatory environment

Fuente: Santander

A 12 mayo de 2017, según las estimaciones del banco Mizuho y de la información facilitada por las propias entidades, las emisiones de TLAC/MREL en 2017 alcanzarán las siguientes magnitudes:



10. EL PAPEL DE LAS FINTECH EN EL MERCADO FINANCIERO ACTUAL

Grégoire de Lestapis
CEO de Lendix España

El panorama que ha precedido a la crisis económica ha resultado tremendamente duro para la financiación de las empresas españolas, que se ha traducido en una merma considerable del tejido empresarial nacional. Durante estos años, el mercado financiero tradicional no ha sido capaz de canalizar eficientemente los recursos necesarios para el desarrollo de las empresas, debido a los problemas de carácter financiero y a las restricciones impuestas desde el Banco Central Europeo (BCE).

Frente a este panorama, se ha abierto paso la necesidad del desarrollo de medios alternativos de financiación que reactiven la economía española. Atendiendo a esta necesidad, en 2013, nace el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), cuyo objetivo es ofrecer a pymes más opciones de financiación facilitando la emisión de bonos y pagarés.

Continuando con este proceso de desbancarización, el gobierno aprobó en 2015 la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, una normativa que regula las Plataformas de Financiación Participativa, como Lendix, y permite a España formar parte de la evolución del sector financiero a nivel mundial. Solo en 2015, estas plataformas de préstamos online supusieron un mercado global de más de 185.000 millones de dólares. En España, la financiación alternativa ha llegado a negociar 103 millones de euros en los últimos 3 años.

Queda claro que el mercado español es aún incipiente y se espera que crezca teniendo en cuenta los beneficios que aporta a ambos actores del mercado, tanto a empresas que necesitan diversificar sus fuentes de financiación como a los inversores que están en búsqueda de alternativas rentables.

Para que este crecimiento se torne realidad, es necesario seguir el ejemplo de mercados mucho más avanzados, como en el caso del Reino Unido. Donde el gobierno británico puso en marcha el Plan de Referencia Bancaria (bank referral scheme) obligando a los bancos a trasladar información financiera de las empresas a las que habían denegado un préstamo a las plataformas de financiación alternativa para que pudieran cubrir sus necesidades financieras. De este modo, desde el Reino Unido se está estimulando el desarrollo de la financiación alternativa permitiendo ayudar a más de 100 mil empresas que, según apuntan desde el British Business Bank, antes no tenían acceso a la financiación por parte de los bancos anualmente.

Con este tipo de iniciativas, como fintech que son, las plataformas de préstamos son capaces de ayudar a todos los actores del mercado financiero actual de una manera más ágil y rápida. Las empresas pueden optar por otras fuentes de financiación que se ajustan más a sus necesidades: canales más rápidos, que no les exigen garantías bancarias, que evalúan la capacidad de repago de su deuda, que financian sus proyectos de

inversión a medio y largo plazo, o que complementan la financiación bancaria que han obtenido. Mientras los bancos pueden contar con socios tecnológicos que mejoren su modelo de negocio, recuperando así la confianza perdida de sus clientes, sin mencionar que no perderán clientes, dado que las empresas ya no tendrán necesidad de acudir a sus competidores para conseguir financiación.

Otro de los papeles más importantes que están desempeñando las fintech respecto del mercado financiero actual es la innovación. Es decir, tomemos como ejemplo el proceso de las plataformas de préstamos online para ilustrar esta idea.

Por un lado, a la hora de gestionar un préstamo, la rapidez supone uno de los factores más importantes para las empresas que confían en una plataforma de crowdlending como Lendix. Sabemos, por nuestra experiencia, que las empresas están dispuestas a afrontar un mayor tipo de interés si esto les permite obtener la financiación en tan solo una semana, sin incertidumbres o retrasos. Así que para un gran banco surge la pregunta: ¿cómo satisfacer esta necesidad cuando el tiempo para la obtención de un préstamo a través del sistema bancario tradicional toma semanas y hasta meses? Conociendo bien los dos universos, la respuesta es clara. Un banco tradicional puede cambiar su modelo de negocio para satisfacer esta necesidad, aliándose para ello con una fintech.

En segundo lugar, se encuentra su aproximación y poco apetito por el riesgo. Desde nuestra experiencia, los grandes bancos tienen una visión muy polarizada de todo o nada. Por un lado, se encuentran dispuestos a proporcionar crédito a tipos de interés bajos cuando las operaciones implican bajo riesgo y se aportan garantías bancarias. Por otro, excluyen de cualquier posibilidad de financiación a aquellas empresas que no cumplan con estos criterios o que necesiten financiar intangibles.

La aproximación de una fintech al riesgo es diferente, además de atender a través de un concepto gradual y diferenciado a empresas y proyectos excluidos de la financiación bancaria. También allí existe mercado. Es por esto que, resulta de gran interés para un banco aliarse con una fintech en pro de satisfacer esta necesidad de aproximación gradual al riesgo.

Por todo ello, y más, las empresas de fintech están jugando un papel determinante de hoy en día por su complementariedad e innovación aportados al desarrollo del mercado financiero actual. ■

LOS AUTORES

Enrique Pérez-Hernández

Presidente de Sodali y Consejero de Cesce

Enrique Pérez-Hernández y Ruiz-Falcó es licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid, es Doctor en Instituciones Internacionales por la Universidad de Ginebra. Fue Director General adjunto en Banco Santander Central Hispano. Es miembro del Tribunal de Trabajos Finales del Executive Master en Dirección de Entidades Financieras.

Luis Felipe Castellanos

Socio de Alantra Private Debt

Desde su incorporación al Grupo Alantra (previamente N+1) en 2014 ha sido el responsable del fondo de deuda privada que gestiona €140 millones habiéndose convertido en uno de los fondos locales de direct lending más activos con 9 inversiones cerradas hasta la fecha. Durante 4 años fue el Socio responsable de Debt Advisory en PwC.

Fernando Nubla

Socio de FAAS Financial & Accounting Advisory Services ERNST & YOUNG, S.L.

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la UCM, miembro del ROAC y del Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España, y de EY desde 1984. Especialista en normativa IFRS. Experto en transiciones a IFRS, primeras aplicaciones de normativa IFRS, problemáticas contables específicas en Telecomunicaciones, Tecnología, Alimentación, Industria farmacéutica y Automoción.

José María Capapé

Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia Natixis. Profesor del IEB

Licenciado en Economía por la Universidad Complutense y MBA por IESE Business School, actualmente es Head of Corporate Debt Capital Markets Iberia en el banco de inversión Natixis, donde se incorporó en 2006. Anteriormente trabajó en Londres en BNP Paribas, en el departamento de titulización. Previamente, trabajó en la gestora TDA SGFT y en KPM Consulting.

Irene Fernández de Buján

Asociada de finReg 360

Licenciada en Derecho y Administración y Dirección de Empresas por ICADE, ha trabajado como asociada en el Departamento de Regulación Financiera de Deloitte Abogados, y anteriormente en BBVA, en el área de asesoría jurídica y en Clifford Chance como abogada en el departamento de Real Estate.

Úrsula García

Of Counsel de finReg 360

Licenciada en Derecho por ICADE y LL.M en Derecho Bancario y Finanzas Internacionales, por la University College London, ha sido socia del Departamento de Regulación Financiera de Deloitte Abogados y estuvo 9 años en el Departamento de Banca, Seguros y Entidades Financieras de Cuatrecasas.

Mikel Aguirre

Head of Political and Single Risk COFACE for Spain and Portugal

Doctor en Economía Internacional por la Universidad Complutense de Madrid. Profesor asociado de Entorno Económico del IE Business School desde 1988. Antiguo Director Financiero del Consorcio Internacional de Aseguradoras de Crédito, entidad creada por Munich Re, BBVA y SANTANDER. Más de 27 años de experiencia profesional ininterrumpida en Entidades Financieras y Aseguradoras de Crédito.

Roberto Ruiz Scholtes

Director de Estrategia de UBS España

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por el Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF) de la Universidad Complutense de Madrid, es Chief Investment Officer Spain, además de participar en el ciclo global de comités de inversión del UBS Chief Investment Office WM. Posee el título de Chartered Financial Analyst (CFA).

Leandro Navarro

Vocal Asesor. Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Tesoro Público

Pertenece al Cuerpo Superior de Estadísticos del Estado. Desde 2009 es Vocal Asesor en la Subdirección General de Financiación y Gestión de la Deuda Pública. Participa en la elaboración y ejecución de la estrategia de emisión del Tesoro Público. Su trabajo abarca la relación con inversores por medio de roadshows dirigidos y a través de la publicación mensual de las novedades de la economía española.

Borja Zamorano

Managing Director del banco de inversión Mizuho International, responsable del área de mercado de capitales para el sur de Europa

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales y Derecho por UPC (ICADE). Máster en Gestión de Carteras por el IEB. Con 20 años de experiencia en Mercados de Capitales internacional, ha sido director de mercado de capitales de ABN AMRO y en el Royal Bank of Scotland. Es profesor del IEB desde hace más de 15 años.

Grégoire de Lestapis

CEO de Lendix España

Es miembro del Comité Ejecutivo de Lendix y CEO de Lendix España. Con más de 30 años de experiencia en el sector bancario en Asia, África, Europa y América (norte y sur), ha trabajado en más de 8 países. Tras ocupar varios puestos en Société Générale y Banque Indosuez, fue director de la filial británica de Crédit Agricole Carr Futures. Fue Director General de BBVA en Francia y tiene un Máster en Finanzas Internacionales de la Universidad Paris-Dauphine.

ENTREVISTAS

126 **EMISORES**
José Antonio Nacarino. Director Financiero Viario A-31.

128 **ASESORES**
Gonzalo Roca. Socio Arcano Valores

130 **EMPRESA DE CALIFICACIÓN AXESOR – AGENCIA DE RATING**
Adolfo Estévez. Director de Rating Axesor

134 **PREVISIÓN DE TIPOS DE INTERÉS. PULSO DE LOS MERCADOS Y PERSPECTIVAS 2017**
Ana Guzmán. Country Head and Head of Business Development at Aberdeen Asset Management

136 **DESCARBONIZACIÓN DE LAS CARTERAS. MERCADO CO_2**
Jaime Silos. Director Desarrollo Corporativo Forética

138 **LA PONDERACIÓN DE LA RENTA FIJA EN UNA CARTERA OPTIMIZADA**
Jaime Martínez. BBVA Asset Management - Global Head of Asset Allocation

140 **EVOLUCIÓN DE LOS HEDGE FUNDS: TENDENCIAS Y NOVEDADES EN GESTIÓN ALTERNATIVA**
Sergio Miguez. Director de Relaciones Institucionales EFPA España

142 **SITUACIÓN DE LA RENTA FIJA EN LOS MERCADOS EMERGENTES**
Carlos González. Director del Master Mercados Financieros y Gestión de Activos del IEB

144 **FONDOS DE DEUDA PARA SITUACIONES STRESSED/DISTRESSED**
Diego Abellán. PwC – Socio de Corporate Finance - Responsable de Debt & Capital Advisory

146 **EL GOBIERNO CORPORATIVO: CARACTERÍSTICAS, EVOLUCIÓN Y PRINCIPALES RETOS DE FUTURO**
Jorge Medina. Director Executive Master in Responsible Banking, IEB

MARF
EMISOR PROJECT BONDS DE VIARIO-A31

JOSÉ ANTONIO NACARINO

DIRECTOR FINANCIERO VIARIO-A31

José Antonio Nacarino Muriel es licenciado en Ingeniería de Caminos, Canales y Puertos. Profesionalmente en activo desde 1992, cuenta con experiencia de 17 años en la ejecución de obras públicas y 8 años en la gestión de concesiones.

Anteriormente fue Director General de Arascón y Director del Área de Concesiones y Servicios de Grupo Intersa. Cuenta con experiencia como alto directivo en la gestión y explotación de infraestructuras: De 2012 a la actualidad Gerente y Director de Explotación del Contrato de Concesión tramo Bonete – Alicante de la Autovía A31. Concesión de peaje en sombra de autovía de primera generación.

¿Qué motiva a una empresa como Viario-A31 a emitir en el MARF en vez de recurrir a la financiación bancaria?

- Fundamentalmente un cambio estructural en las condiciones de financiación, dada las mayores dificultades por parte de las entidades bancarias para dar financiación.
- Financiación a tipo fijo.

¿Qué otras ventajas se buscan en estas emisiones?

- Establecer Covenants de incurrencia, que solo se comprueban bajo ciertos eventos (endeudamiento adicional, dividendos).
- La existencia de un bono cotizado será una referencia para futuras emisiones, y también para los bancos, que serán conscientes de que si quieren financiar necesitarán realizar un esfuerzo extra en el precio y condiciones.

¿Qué ha supuesto desde el punto de vista de la gestión financiera la incorporación de este tipo de recursos a vuestro balance?

- Minimizar la exposición al riesgo de tipo de interés, al cambiar a una a tipo fijo, y eliminar los swaps que son caros y complicados.
- Ahorro en costes financieros.

¿Qué aspectos creéis que han valorado principalmente los inversores hacia vuestras emisiones?

- Primer bono investment grade, coste de financiación más bajo de su mercado y primer bono amortizable.
- Derechos de crédito derivados de la Responsabilidad Patrimonial de la Administración Central (reflejada en la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas) pignorados a favor de los bonistas. ■

MARF ASESORES

GONZALO ROCA

SOCIO ARCANO VALORES

¿Qué valoran más las empresas que acuden al MARF?

- La diversificación de fuentes de financiación, reduciendo la dependencia de un sistema bancario cada vez más concentrado.
- Los instrumentos de financiación suelen tener una estructura de amortización bullet, no amortizan hasta el vencimiento. Esto permite a los emisores reinvertir en crecimiento o realizar pago de dividendos con los flujos de caja liberados que antes se dedicaban a amortizar el principal del préstamo.
- Unos covenants mucho más simplificados, solo se chequean al realizar un evento determinado y no de forma obligatoria trimestralmente. Un potencial incumplimiento de las métricas de salud financiera no conlleve la necesidad de negociar con los bancos y solicitar waiver, con el consiguiente tiempo perdido por el management y el coste adicional.
- Incremento de la reputación institucional, con los beneficios que conlleva de cara a proveedores, clientes y empleados, entre otros. El apoyo de los inversores institucionales significa haber pasado su filtro de análisis crediticio, reafirmando que la compañía está bien gestionada y genera valor a sus clientes, clave de la sostenibilidad en el tiempo.

¿Cómo se 'reparte' el éxito de una colocación en el MARF entre el emisor, los asesores y los colocadores –entre otros–?

El mérito principal es de la compañía, y en especial de su equipo gestor. Con sus decisiones sobre el modelo de negocio y la estructura de capital son los principales responsables de que la historia de crédito sea atractiva y creíble en el largo plazo. Clave para que los inversores deseen invertir en ella a través de instrumentos de deuda.

Unos asesores competentes y enfocados en la transacción son una condición necesaria para que ésta disfrute de una estructura, formato y aspectos mínimos que los inversores van a chequear. Lo que demuestra estos mínimos es que los inversores raramente invierten en un instrumento elaborado por un despacho de abogados sin reconocido prestigio, como por una información financiera que no haya sido validada por unos auditores "big 4".

En cuanto a los colocadores, son un pilar básico en la transacción, sin su esponsorización y respaldo a la operación, los inversores no confiarán en el instrumento que se les está ofreciendo. La mejor forma de entender el valor de un colocador es preguntarnos quién tiene la experiencia y credibilidad para resaltar el instrumento a emitir por la compañía por encima de otras oportunidades ya existentes gracias a elaborar una tesis de crédito atractiva, elaborar unos materiales de marketing que comuniquen de manera eficaz dichos atractivos, así como contactar con los inversores institucionales más representativos para apoyar y comunicar la oportunidad, posteriormente haciendo el esfuerzo de darle la máxima difusión entre otros inversores pequeños con el objetivo de promover la liquidez posterior de la emisión una vez cotizada.

¿Qué aspectos cualitativos deben resaltar en una compañía que quiera emitir en este mercado?

En mi opinión, los tres elementos esenciales a demostrar cualitativamente son:

1. El emisor tiene un modelo de negocio atractivo frente a sus competidores, con una escala suficiente en términos de EBITDA (>10 millones) y relativamente resistente a los ciclos.

2. El equipo gestor está absolutamente comprometido con la estrategia de futuro de la compañía y disfruta de la credibilidad para demostrar que es capaz de ejecutar con éxito dichos planes de negocio.

3. El valor del emisor o de los activos que puede poner en garantía si fuera necesario es holgadamente superior al pasivo que significa el bono a emitir. De forma concreta que en el caso de que la compañía entrara en default, el valor de sus acciones o de sus activos es claramente superior al valor del bono y el resto de la deuda senior o pari-passu.

¿Qué no deben buscar las empresas en el MARF cuando se plantean acudir a este mercado?

El MARF es un mercado pensado para proveer diversificación de fuentes de financiación, pero no es la solución de emergencia para compañías que han recibido la negativa a ser financiadas por el sistema bancario convencional.

Si la estructura de capital y los flujos de caja del negocio no encajan dentro de los estándares mínimos de un banco, difícilmente el emisor podrá ser atractivo para los inversores institucionales.

El MARF es un mercado destinado a compañías de tamaño mediano desde la perspectiva de la economía española, esto es compañías con al menos 10 millones en EBITDA con visibilidad recurrente. En este sentido el tamaño mínimo del EBITDA funciona como una validación de que el modelo de negocio del emisor está suficientemente diversificado, es sostenible en el tiempo y está relativamente validado por la recurrencia del flujo de caja

En definitiva, es recomendable que las compañías interesadas en emitir en el MARF tengan unas expectativas realistas en cuanto a que tipos de proyectos pueden ser financiados. EBITDA recurrente, alta visibilidad en la conversión de EBITDA en caja, barreras competitivas sólidas en el medio plazo, activos fijos sustanciales. ■

MARF EMPRESA DE CALIFICACIÓN AXESOR – AGENCIA DE RATING

ADOLFO ESTÉVEZ
DIRECTOR DE RATING AXESOR

¿Qué valoran más los inversores de las emisiones del MARF: rentabilidad, solvencia, plazos, diversificación del riesgo, etc.?

Primero de todo, los inversores valoran que el MARF sea una plataforma gestionada de forma profesional por BME.

Su estructura jurídica como Sistema Multilateral de Negociación (SMN), con requisitos más sencillos, si bien no menos rigurosos, facilita el acceso de las empresas a los mercados institucionales y por ende benefician al inversor, dándole acceso a empresas solventes a unas rentabilidades muy interesantes.

El MARF, permite al inversor institucional (fondos, aseguradoras, family offices, entre otros, acceder a una variedad de oportunidades de inversión en renta fija (Corporativo, Project, Estructurado) con diferentes perfiles de ratings, tamaño de empresa, plazos y rentabilidades, que difícilmente podrían conseguir por su cuenta.

Por eso es una plataforma muy eficiente para que inversores, tanto nacionales como internacionales, obtengan una exposición a la economía española.

¿Se percibe alguna evolución de las empresas, concretamente más interés en ser calificados e interesarse en la metodología de análisis, con vistas a una potencial emisión?

Cada vez más, en Europa hay más conocimiento sobre las alternativas de financiación que existen a las tradicionales.

Ya hay pocas empresas relevantes en España que no hayan sido visitadas por asesores o sus propios bancos, de cara a potenciales emisiones.

En este sentido, las empresas tienen claro que el *modus operandi* del inversor institucional, pasa por conocer el rating de la empresa o bono a valorar, antes de dedicar el esfuerzo a realizar su propio análisis, ya que este le da una pista de si encaja o no en su perfil de inversión.

Hemos visto un claro cambio de mentalidad en los directores financieros de las empresas, que quieren diversificar sus fuentes de financiación y casar la financiación con las necesidades de sus estrategias de expansión.

Estos han descubierto en el mercado de capitales unas herramientas muy útiles que les permiten adaptar la financiación a los plazos, estructura y tipología de financiación que necesitan.

En este sentido, hemos visto como empresas utilizan activos, como parques fotovoltaicos o concesiones de autopistas, para obtener liquidez para financiarse, desarrollan vehículos estructurados para financiar circulante o aprovechan el entorno tan favorable en el que vivimos actualmente para alargar sus vencimientos medios vía emisiones con amortizaciones tipo bullet y vencimientos a más largo plazo de los que los tienen acostumbrados sus fuentes tradicionales de financiación.

¿Están preparadas las empresas para obtener un buen rating cuando acuden a Axesor por primera vez?

Para nosotros, no es tanto cuestión de obtener un buen rating o no, sino de tomar la decisión de adoptar una mayor transparencia que, sin duda, es una decisión con claros beneficios en el medio plazo.

Las empresas que acuden a nosotros para obtener un rating han cambiado mucho en los últimos años.

Han pasado del desconocimiento a un claro entendimiento de que, si quieren desarrollar una estrategia de financiación institucional, necesitan obtener un rating, bien sea para una emisión de bonos, como para una transacción con fuentes privadas ("direct lending" en la jerga del sector).

Adicionalmente, las empresas entienden cada vez mejor los demás beneficios de contar con un rating, como pueden ser el dar tranquilidad a sus principales stakeholders (clientes, proveedores, bancos, etc.), mejorar sus condiciones de financiación con sus fuentes tradicionales (al tener que competir con nuevas fuentes) y dotar al equipo directivo de una herramienta externa que mida su solvencia en todo momento y que puedan tener en cuenta, al desarrollar sus decisiones estratégicas y su posible impacto en su rating.

Ahora bien, al obtener un rating, la empresa adquiere el compromiso de compartir toda la información que afecta a su perfil de riesgos con la agencia de rating y en el caso de que decida hacer el rating público en un proceso de emisión de bonos, comparte esta información con el mercado en su conjunto. En caso de que el rating sea público.

EMPRESA DE CALIFICACIÓN AXESOR – AGENCIA DE RATING

ADOLFO ESTÉVEZ

DIRECTOR DE RATING AXESOR

El tamaño de las empresas es una de las principales preocupaciones en la España financiera, ¿cree que el mercado de deuda puede ser una herramienta para ayudar a las empresas a ganar tamaño?, ¿se trata de una cuestión cultural?

No hay ninguna duda que, para poder competir tanto a nivel local y más aun a nivel internacional, el tamaño es clave.

Aunque la consolidación está siendo lenta, sí que estamos viendo una clara tendencia hacia la creación de empresas de mayor tamaño, mediante la consolidación de empresas o explotación de modelos de negocio claramente diferenciados.

Los mercados de deuda son una herramienta clave para solucionar este problema. Ya hay ejemplos de varias empresas (Audax y MásMóvil entre otras), que se han apoyado en mercados de deuda como el MARF, para financiar sus planes de expansión, teniendo el apoyo inicial de los inversores y mejorando sus condiciones en posteriores emisiones, en la medida que las mismas han ido excediendo el plan de negocios inicialmente comunicado en la primera emisión.

No hay duda de que la existencia de empresas pequeñas viene de herencia y quizá afectada por la poca actividad exterior que tuvo tradicionalmente la empresa española (con la excepción de algunos sectores).

Sin embargo, esto ha cambiado mucho en los últimos 10-15 años (en nuestra opinión, uno de los pocos beneficios de la crisis); en la medida que nuestras empresas continúan un proceso imparable de internacionalización, que está teniendo un proceso muy beneficioso en la estructura económica de este país.

Nuestra opinión al respecto es que cualquier empresa de tamaño medio hoy en día está muy centrada en salir a otros mercados (de hecho, la diversificación geográfica de las ventas es un factor clave en nuestra metodología) y en ganar tamaño mediante procesos de M&A.

En la creciente incertidumbre internacional, ¿qué papel pueden jugar las agencias europeas de rating?

Los mercados de capitales europeos han cambiado mucho en los últimos años.

Hace escasamente 10 años, tenías que emitir un mínimo de €250MM para que tu bono resultase interesante a los inversores institucionales y había muy pocas empresas (casi todas ellas dentro del IBEX35), que contasen con un rating.

Hoy en día, el perfil del inversor se ha sofisticado muchísimo y ya buscan diversificar

entre empresas del "middle market", que es donde vemos más crecimiento en el medio plazo. Esto es posible, gracias a una mayor desintermediación que ha llevado a que los inversores institucionales, creen vehículos especialmente enfocados a este segmento.

Aunque evidentemente el inversor en este segmento es muy especializado y tiene una gran capacidad de realizar análisis de los potenciales bonos a comprar, agradecen enormemente la presencia de agencias de rating especializadas en este mercado, en cuyas opiniones se puedan apoyar. ■

PREVISIÓN DE TIPOS DE INTERÉS. PULSO DE LOS MERCADOS Y PERSPECTIVAS 2017

ANA GUZMÁN
COUNTRY HEAD AND HEAD OF BUSINESS DEVELOPMENT AT ABERDEEN ASSET MANAGEMENT

Dada la inercia de la actual política monetaria en Europa ¿qué escenario de tipos contempla el BCE en el medio plazo?

A pesar de que todas las encuestas muestran signos de recuperación en la Eurozona, la cual podría registrar un crecimiento del PIB del 1,6% en 2017, y pese a un incremento de la inflación no sólo no parece probable ver un incremento de los tipos de interés por parte del Banco Central Europeo en el año ni que lleve a cabo una retirada de los estímulos económicos ya que el repunte de inflación proviene fundamentalmente de la subida de los precios energéticos.

¿Podría un dólar fuerte provocar una salida del capital hacia la economía americana buscando mejores rendimientos?

Esta situación ya se ha visto durante los últimos años y durante la primera parte de 2017. Además, las promesas del presidente de los EEUU Donald Trump encaminadas a una mayor fortaleza de esta economía junto con las dos subidas de tipo adicionales a la vista este año hace pensar que la tendencia podría continuar durante el ejercicio

En un escenario de incertidumbre geoestratégica (Brexit, proteccionismo USA, Elecciones en Francia y Alemania) ¿Qué aspectos deberían marcar la estrategia de inversión para el segundo semestre del año?

Pese a las incertidumbres geoestratégicas con las que hemos comenzado el ejercicio, durante la primera parte del año hemos visto una clara apetencia por los activos de riesgo. Esto lleva a una situación en la que noticias imprevistas puedan tener un impacto mayor causando fuertes caídas en los mercados. La segunda parte del año

se debería apostar por una combinación de activos con muy poco riesgo (liquidez principalmente para aprovechar oportunidades y que además actúen como colchón ante posibles caídas de mercado) junto con Renta variable de pequeñas compañías americanas, Japón y activos tanto de renta variable como de renta fija de mercados emergentes.

A medida que vayan teniendo lugar las elecciones en Europa se podría incrementar gradualmente la exposición a esta área geográfica.

¿Actualmente son indispensables los instrumentos ligados a la inflación dentro de las carteras?

En una cartera diversificada, y teniendo en cuenta los bajos niveles de inflación que hemos tenido, tiene sentido invertir en este tipo de activos. No obstante, hay que tener en cuenta que durante el año 2016 esta clase de activos registro un muy buen comportamiento y la mayor parte de las expectativas de inflación ya han sido descontadas en precio

¿El alto nivel de regulación al que se ha sometido el sector financiero impactará en los tipos de interés?, ¿tendrá efectos en los costes de los servicios de inversión?

La excesiva regulación a la que se está viendo sometido el sector financiero en la actualidad y al que previsiblemente se verá cada vez más sometido efectivamente tiene un impacto no sólo en los márgenes de las entidades financieras, las cuales hasta ahora han asumido gran parte de ese coste, sino que, en un entorno de tipos tan bajos y los costes que implica la adaptación a los mismos tendrá un impacto cada vez mayor en los márgenes de las entidades. Esto tendrá dos implicaciones: una mayor consolidación del sector, no sólo en bancos sino aseguradoras, gestoras de activos, entidades independientes, y un traslado de coste al cliente.

Adicionalmente y como punto de reflexión añadiría que en la actualidad en EEUU están en senda de subida de tipos y la Administración Trump tiene intención de relajar la normativa financiera mientras que en Europa nos encontramos en entorno de tipos bajos en el medio plazo y una regulación cada vez mayor estricta, lo que puede suponer un elemento adicional de presión para el sector. ■

DESCARBONIZACIÓN DE LAS CARTERAS. MERCADO CO_2

JAIME SILOS

DIRECTOR DESARROLLO CORPORATIVO FORÉTICA

Últimamente se habla mucho de "descarbonizar la economía". ¿Qué impacto puede tener esto desde el punto de vista inversor?

Durante las próximas décadas vamos a ser testigos de un proceso de transformación de alcance sistémico como es la transición a una economía baja en carbono. En el epicentro de este cambio de paradigma está nuestro sistema energético.

En la actualidad disponemos del triple de reservas de combustibles fósiles de las que podemos quemar para ser consistentes con un escenario de incremento de temperaturas por debajo de los +2ºC grados centígrados.

Por ello, debemos ser capaces de rotar nuestros activos energéticos hacia tecnologías de nulo o mínimo impacto en la generación de dióxido de carbono. Esto generará grandes ganadores y perdedores en este proceso, aunque identificar exactamente qué compañías y de qué manera es, hoy por hoy, difícil de anticipar. Existen un gran número de incógnitas que implican riesgos para los inversores. Por ejemplo, el futuro de la regulación en materia climática, el riesgo tecnológico puede desplazar muchas formas de producción de energía, la correcta sincronización respecto de este cambio, entre otros. Todo ello, en mi opinión, va a suponer una gran fuente de volatilidad en las carteras durante la próxima década. Los inversores, deben estar preparados.

¿Están los mercados preparados para navegar una transición a una economía baja en carbono?

Los riesgos vinculados al cambio climático y a esa transición son particularmente difíciles de gestionar ya que la variabilidad de escenarios posibles es prácticamente infinita. Sin embargo, los inversores llevan más de una década

empapándose de ciencia climática y modelizando variables para una adecuada toma de decisiones de inversión. El esfuerzo de los inversores pioneros en transición climática se cristaliza en dos ámbitos. Por una parte, la generación de plataformas que promueven la transparencia y el conocimiento en materia climática. Por poner un ejemplo, el Compromiso de Montreal es un pacto promovido por inversores en colaboración con los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas (UNPRI), en el que participan más de 120 inversores con activos superiores a los 10 trillones de dólares, a través a de la cual se comprometen a integrar y reportar el factor climático en su toma de decisiones de inversión. Por otra parte, se han creado herramientas específicas para gestionar y cubrir algunas de las manifestaciones del cambio climático y del riesgo de transición que ayudan a monitorizar y a mitigar estos riesgos desde el punto de vista del mercado de capitales.

¿Cuáles son esas herramientas que permitan implementar esta descarbonización en las carteras?

Existen diversas herramientas que pueden ayudar a un inversor a contener su exposición al riesgo climático. Por una parte, los índices bajos en carbono tratan de replicar un determinado benchmark desde el punto de vista de exposición a mercado, pero reduciendo las emisiones de la cartera. Por ejemplo, el índice MSCI World Low Carbon Target, replica el MSCI World pero su objetivo es minimizar la huella de carbono de la cartera sujeto a determinados objetivos de tracking error. Este índice actúa como subyacente de instrumentos pasivos como ETFs y otros vehículos indexados. Desde el punto de vista de gestión activa, por su parte, encontramos estrategias que tratan de minimzar el WACI (Weighted Average Carbon Intensity). El WACI es un ratio que pone en relación las toneladas de CO_2 emitidas por cada millón de dólares de facturación de un portfolio. De esta manera podemos valorar el impacto climático junto con la originación de cash flow de los activos en los que invertimos.

Si reducimos la exposición a sectores y empresas con alto impacto ¿esta descarabonización de las carteras puede comprometer la rentabilidad de las mismas?

En primer lugar, me gustaría distinguir dos ideas que suenan parecido, pero son bien distintas. La desinversión de combustibles fósiles, por una parte, y la descarbonización de las carteras, por otra. La primera es más radical y, probablemente, inconsistente con nuestro mix energético actual.

La segunda, lo que trata de hacer es reducir el riesgo de carbono de las carteras a través de infraponderar sectores y compañías intensivos en carbono y sobreponderar aquellos con menor impacto climático. Visto así, descarbonizar una cartera, no tiene porqué comprometer los retornos. El ejemplo más evidente es el índice MSCI World Low Carbon Target, cuyo histórico refleja una evolución ligeramente positiva desde el punto de vista de retorno y claramente mejor desde el punto de vista de riesgo. Esto tiene sentido. El sector de la energía pesa un 6,11% del índice MSCI World. Es en este sector donde tenemos una mayor concentración de emisiones, y permite diversificar este riesgo con relativa facilidad. Pensar en términos de WACI permite construir carteras con las mismas expectativas de retorno del mercado, pero con una reducción significativa de emisiones. En mi opinión, descarbonizarse es fácil para un inversor que se lo proponga. ■

LA PONDERACIÓN DE LA RENTA FIJA EN UNA CARTERA OPTIMIZADA

JAIME MARTÍNEZ
BBVA ASSET MANAGEMENT -
GLOBAL HEAD OF ASSET ALLOCATION

¿Qué parámetros son necesarios para calcular el peso de un activo en una cartera óptima?

Los inputs de cualquier proceso de optimización de carteras son:

- las rentabilidades esperadas
- las volatilidades
- y las correlaciones entre los diferentes activos

Una vez que disponemos de estos datos, debemos también definir las restricciones de pesos máximos o mínimos por cada activo que se quieran introducir. Con todo ello, obtenemos la frontera eficiente, es decir, el conjunto de carteras en las que se maximiza la rentabilidad para cada unidad de riesgo.

¿Qué es el Risk Parity?

Es una estrategia específica de construcción de cartera. Lo que se busca, es dividir de forma equitativa la contribución al riesgo de cada uno de los activos de la cartera. Respecto de una optimización tradicional, en Risk Parity los activos con mayor volatilidad tienen menor peso en la cartera, mientras que los de baja volatilidad tienen un mayor peso. Una de sus ventajas es que no es necesario hacer ninguna estimación de la rentabilidad esperada, además, el Risk Parity pone el foco en la asignación del riesgo, y no en la asignación del patrimonio entre los diferentes activos.

Sin embargo, una de las críticas a este enfoque está, en que, en la práctica, las carteras construidas de esta manera necesitan de una significativa cantidad de apalancamiento aplicado sobre los activos de menor volatilidad, la renta fija, lo que aumenta el riesgo. También se critica que ha sido una estrategia ganadora en los últimos años gracias al prolongado mercado alcista que han experimentado los activos de renta fija en los últimos años, pero que puede ser muy negativa en un contexto de tipos de interés al alza.

¿Qué papel juega la renta fija en una cartera?

Si utilizamos como referencia los fondos de pensiones de empleo españoles, el peso de los activos de renta fija ronda el 70% del total de la cartera.

En los últimos 10 años, la renta fija ha sido la principal contribuidora a la rentabilidad de las carteras institucionales, gracias a la bajada de los tipos de interés de los bonos en un contexto de política monetaria ultra-expansiva en los países desarrollados. Es el ZIRP (Zero Interest Rate Policy), que incluso ha llevado a las curvas de tipos de gobierno a niveles negativos.

Por otro lado, la renta fija de gobiernos ha sido tradicionalmente la parte más conservadora de la cartera, suavizando las caídas de los activos de mayor riesgo, al darse correlaciones normalmente negativas con la renta variable en momentos de stress en la Bolsa. Además, al pagar cupones, ofrecen un flujo recurrente de ingresos que mitiga las variaciones negativas que pudieran tener los precios de los bonos, contribuyendo así a la estabilidad de la cartera.

Los activos de renta fija con riesgo crediticio ofrecen una correlación algo más positiva con la renta variable y por tanto menores virtudes de diversificación. Todo ello, a cambio de ofrecer un extra de rentabilidad sobre los bonos de gobierno para compensar el riesgo de impago.

¿Qué rentabilidad podemos esperar de la renta fija en el contexto actual?

En BBVA Asset Management realizamos anualmente un ejercicio de estimación de las rentabilidades esperadas a largo plazo (5-10 años) para los diferentes activos. En el último estudio llegamos a la conclusión de que la renta fija de gobiernos ofrece escaso potencial de revalorización, con rentabilidades esperadas muy pobres e incluso negativas para los próximos años.

La renta fija con riesgo crediticio mejora algo esos números, pero en cualquier caso ofrece rentabilidades nominales muy bajas. Asumiendo hipótesis de inflación moderada las rentabilidades serían negativas en términos reales.

Por otro lado, en el entorno actual de tipos cercanos a cero o incluso negativos, surgen serias dudas acerca de las virtudes diversificadoras de los activos de renta fija, ya que, en un contexto de alza de tipos, los cupones tan bajos no pueden compensar movimientos negativos en el precio.

En resumen, salvo que vivamos un escenario de deflación, en los próximos años la renta fija ofrecerá rentabilidades mucho menores que las obtenidas en los últimos años y en cualquier caso muy bajas.

¿Con este panorama, que alternativas tiene un gestor a la hora de construir una cartera de renta fija?

Ante el escenario de bajas rentabilidades esperadas para una parte significativa de la cartera, las soluciones pasan por:

- Aumentar el riesgo y diversificar la cartera, incorporando activos de renta fija con mayor rentabilidad esperada como pueden ser el High Yield o la Renta Fija Emergente.
- Intentar cosechar la prima de riesgo de iliquidez, invirtiendo en activos de renta fija poco líquidos, como el Private Debt.
- Adoptar una gestión más flexible de la cartera de renta fija para conseguir una rentabilidad real atractiva a base de estrategias de valor relativo, timing de mercado…
- Introducir activos que ofrezcan protección ante un escenario inflacionista, como los bonos ligados a la inflación. ■

EVOLUCIÓN DE LOS HEDGE FUNDS: TENDENCIAS Y NOVEDADES EN GESTIÓN ALTERNATIVA

SERGIO MIGUEZ, CAIA, FRM
DIRECTOR DE RELACIONES INSTITUCIONALES
EFPA ESPAÑA

¿Qué son los *Hedge Funds* y por qué no acaban de cautivar al inversor español?

El concepto de *Hedge Funds* como estilos de inversión "no tradicional", (es decir no puramente alcistas en dirección), que hacen un uso flexible de diversas herramientas de gestión como serían los derivados, el apalancamiento, los arbitrajes o las ventas al descubierto, con el objetivo de generar "alfa" se halla bien delimitado en el mercado. Sin embargo, cuando nos referimos a fondos (o vehículos de inversión) concretos el concepto de *hedge fund* es bastante más difuso ya que, no se corresponde con una "categoría normativa" concreta, sino más bien con una "etiqueta". En este sentido, el típico vehículo de inversión privada que aplica los mencionados estilos de inversión, dirigido a inversores cualificados y que presenta una liquidez escasa (y/o reembolsos limitados) es más propio de mercados anglosajones que europeos, y aún menos de España. En el caso concreto de España, nos encontramos ante un mercado en el que las entidades se han focalizado mucho más en la distribución que en la gestión.

Adicionalmente, hasta la aparición en 2006 del concepto de "inversión libre" nunca existió un verdadero ecosistema que facilitase los medios y la aptitud de los vehículos para poder desarrollar este tipo de gestión, y ello a pesar de tener excelentes gestores de carteras.

Actualmente los IICIL y las ICIICIL no llegan al 1% del patrimonio invertido en IIC en España. ¿Qué acciones se podrían desarrollar para llegar a más inversores?

Podemos decir que el *timing* de la inversión libre no pudo ser más desafortunado en España ya que, al inicio de la gran crisis financiera y de mercados se le unió la implosión del conocido fraude de Bernard Madoff (por cierto mal etiquetado

como *hedge fund*). La falta de historial previo y la mala experiencia con clientes de alguna red muy relevante de distribución cerró casi por completo las puertas a la figura incipiente de nuestros *hedge funds* domésticos, es decir, a los vehículos IICIL (fondos de inversión libre) e IICIICIL (fondos de fondos de inversión libre). Sin embargo, visto ahora en perspectiva, la buena noticia presenta una triple dimensión:

- La filosofía de inversión de los estilos de *hedge funds* sigue siendo necesaria, y ahora más que nunca en su aplicación al caso concreto de la renta fija, donde en mi opinión, invertir sólo largos ("*long only*") es un reto cada vez mayor.
- Siempre existen determinados clientes sofisticados (ej. instituciones y oficinas familiares) que encontrarán en los *hedge funds* una alternativa idónea.
- Finalmente, la "democratización" que ha supuesto la aparición y proliferación de vehículos alternativos líquidos (*Liquid Alternatives*), también conocidos como fondos de retorno absoluto (con un formato regulado UCITS), ya está brindando al inversor español posibilidades de acceso a diversas estrategias de valor relativo o de oportunidad propias de los *hedge funds*.

¿Cómo afecta la regulación de los HF en Europa frente a la que rige en Reino Unido o Estados Unidos?

En su ánimo de proteger al inversor minorista el entorno europeo tiende a ser más restrictivo. Un ejemplo reciente sería la Directiva europea AIFMD, que regula a los gestores de inversión alternativa. No obstante, con independencia de la regulación, me parece aún más relevante la estructura de los mercados de distribución e incluso la propia cultura de inversión.

¿El *High Yield* local llama la atención de los *Hedge Funds* internacionales o es todavía un mercado por explorar?

Por supuesto, los *hedge funds* buscan oportunidades de riesgo de crédito en países periféricos, y entre ellos, sin duda en España. También existe un segmento de gestores especializados en adquirir títulos emitidos por empresas en dificultades financieras o en reestructuración, conocidos como gestores de *distressed securities*. Durante el punto álgido de la reciente crisis del Euro, en los años 2011 y 2012, los *hedge funds* aprovecharon oportunidades de comprar títulos que cotizaban a diferenciales exagerados (o en situación de estrés), y ello como consecuencia del cierre a nuestros emisores de los mercados mayoristas internacionales.

¿Qué características, además de la rentabilidad, deben presentar las emisiones de *High Yield* para resultar atractivas a los inversores?

Este tipo de gestores analiza cuidadosamente las variables de rentabilidad, riesgo y liquidez de las emisiones aunque habitualmente buscar aprovechar situaciones de oportunidad en el mercado y negociar, si fuera posible activamente las mismas. ■

SITUACIÓN DE LA RENTA FIJA EN LOS MERCADOS EMERGENTES

CARLOS GONZÁLEZ

DIRECTOR DEL MASTER MERCADOS FINANCIEROS Y GESTIÓN DE ACTIVOS DEL IEB

¿Están los capitales dispuestos a buscar rentabilidad en la renta fija emergente frente a los tipos negativos de las áreas desarrolladas?

Es un momento de tensa espera a nivel global, que nos podría hacer pensar que estamos a las puertas de una huida de los capitales hacía mercados de mayor calidad crediticia. La diferencia respecto a situaciones anteriores es la madurez de muchos mercados "emergentes" respecto a los teóricamente más maduros, desde mi punto de vista no es así, la foto ha cambiado radicalmente desde la llegada de Trump y la depreciación de muchas divisas *versus* el dólar, ahora nos encontramos con una fuerte depreciación del dólar respecto a todos sus pares. Tenemos divisas emergentes más fuertes, con muy buenas rentabilidades en toda la curva. La respuesta es sí.

Las empresas españolas parecen primar sus estrategias de inversión hacia LATAM frente a Asia y África. ¿Qué atractivos ofrece la región?

España ha estado históricamente muy unida con América Latina, de ahí que muchas empresas españolas tengan una importante presencia en diversos sectores. Asia es un mercado bastante cerrado, con fuerte control por parte de los gobiernos en cuanto a la inversión y grandes dificultades en los mercados financieros que impiden el flujo de capitales. La opción más rápida es llegar a joint-ventures con empresas locales, conocedoras de su ventaja competitiva con las extranjeras, donde la negociación está siempre sesgada. África es un mercado con grandes posibilidades, pero de pequeño tamaño, que está muy ligado a la extracción de materias primas. Esto ha hecho que en los últimos años el PIB de la región haya disminuido por la caída de los precios de las *commodities*. Como dato esperanzador, en los últimos años han modificado las regulaciones locales para facilitar el acceso a la inversión extranjera. Es un mercado en el que hay que estar, aunque aún no es representativo.
La similitud de la cultura latinoamericana aunada al idioma, más mercados financieros más abiertos,

y el fuerte incremento de la clase media facilitan la inversión española en la región, y como hemos visto en los últimos años de América Latina en España.

LATAM ha sufrido una depreciación media de las monedas en torno al 40% por el descenso del precio del petróleo. ¿Cómo se soportan estos niveles de volatilidad en una cartera?

Uno de los riesgos más importantes para las economías emergentes en este entorno es el *pass through* que podemos ver por la depreciación de sus divisas. Este riesgo se compensa en parte por la caída de las materias primas, pero hay países donde ambos efectos pegan del mismo lado, dependen en parte del petróleo, y su divisa se ha depreciado fuertemente. Estos movimientos se ven compensados por mayores exportaciones a menores precios, eso es lo que hay que explotar. Tras un fuerte periodo de volatilidad/depreciación de divisas emergentes asistimos a la caída de la confianza hacía *Trumponomics*, fuertemente reflejada en la debilidad del dólar. Hay fuerte volatilidad incluso en el par EUR/USD. Estamos llegando a niveles de pre-Trump en muchos pares dado que no puede llevar a cabo las medidas anunciadas al inicio de su mandato. Al contrario, lo que seguimos observando es una gran liquidez en los mercados, propiciada por los Bancos Centrales, esto hace que veamos la Renta Variable en máximos, con volatilidades implícitas en todos los activos en niveles inusualmente bajos, demasiada confianza y mercados muy sostenidos de forma artificial.

La IED en Latinoamérica se ha ralentizado en 2016: ¿Condiciona esto la rentabilidad esperada de la renta fija en LATAM?

Fue una sorpresa para el mercado en general, la fuerte caída del petróleo, por exceso de producción y por la falta de acuerdo entre los principales productores. El mercado se está adaptando a las nuevas reglas del mercado del oro negro, los países se están adaptando a tener menos ingresos por petróleo, y en la misma medida las petroleras y el resto de empresas dependientes del combustible, que al final con casi todas en mayor o menor medida. En el mundo hay mucho más petróleo del que nos habían contado, todos quieren vender y extraer lo máximo posible, como dato significativo tenemos el fuerte incremento de EE.UU., desde principios de la pasada década. Estamos en récord de consumo, y de producción, y aun así nos sobra petróleo, y seguirá sobrando. Como sabemos, los acuerdos entre los productores nunca llegan a buen término, digan lo que digan. No veo una relación directa entre la renta fija de la zona y las materias primas, si la veo es relacionada para controlar la inflación y los tipos de cambio.

¿Habrá presiones inflacionistas en LATAM por las medidas proteccionistas promovidas por el nuevo gobierno de los EE.UU.?

Aunque se pudiesen llevar a cabo las medidas anunciadas, dudo mucho que la reacción sea la esperada por Trump. Los distintos países afectados han trabajado con nuevos acuerdos comerciales en otras áreas geográficas y con nuevos aliados. Digo si se "pudiesen" porque hubo mucho ruido, pero pocos planteamientos concretos, incluso el TCLAN a día de hoy no parece malo para México. Es muy posible que las medidas que supuestamente beneficiarían a EE.UU. hagan que sean ellos los que importen inflación, y les baje la productividad.

Dada la posible revalorización del dólar y la subida de tipos, ¿aumentará la exposición a la duración de la renta fija asiática?

La FED insiste en subir los tipos de interés, pero la curva descuenta que deberá darse la vuelta más pronto que tarde, descontando incluso entrar en recesión si siguen con las subidas. Si viésemos una fuerte apreciación del dólar, sobre todo *versus* emergentes, eso generaría un efecto "fly to quality" buscando divisas y activos con menos riesgos, CHF, JPY, y bonos norteamericanos y alemanes, contra la venta de bonos de países emergentes. ■

FONDOS DE DEUDA PARA SITUACIONES STRESSED/ DISTRESSED

DIEGO ABELLÁN

PWC – SOCIO DE CORPORATE FINANCE - RESPONSABLE DE DEBT & CAPITAL ADVISORY

¿Qué soluciones pueden aportar los fondos de deuda a una empresa con problemas financieros (situación *stressed* o *distressed*)?

En primer lugar, cabe señalar que conforme la calidad crediticia de la empresa va deteriorándose se incrementa el riesgo de que ésta incumpla alguna de las condiciones de pago establecidas en los contratos financieros. El concepto de deuda *distressed* se refiere principalmente al endeudamiento de empresas con alto riesgo de incumplir alguna o todas las condiciones de pago pactadas originalmente y, por tanto, resultar impagados a su vencimiento.

En el mercado nos estamos encontrando muchos casos de empresas con niveles de deuda muy elevados en relación a su generación de caja actual y con calendarios de repago difíciles de cumplir. Estas empresas suelen experimentar tensiones de tesorería, problemas operativos temporales, vencimientos de deuda impagados o balances sobre-endeudados.

Hay inversores que ofrecen soluciones financieras para estas situaciones. Son operaciones complejas y requieren que se diseñe un "traje a medida" para cada caso. El abanico de opciones varía según la situación financiera de la compañía:

- **En situación *stressed*:** se pueden estructurar alternativas de financiación más flexible que las ofrecidas por los bancos con préstamos *unitranche*, deuda subordinada y préstamos participativos, que permitan acomodar los servicios de la deuda a la generación de caja esperada.
- **En situación *distressed*:** el objetivo es aplicar medidas dirigidas a: (1) reducir el endeudamiento de la compañía a niveles sostenibles, por ejemplo, realizando programas de recompra de deuda con descuentos sobre el valor nominal, o (2) dar liquidez a corto plazo necesaria para evitar una interrupción de la actividad, normalmente a través de deudas con rango súper-senior.

Es importante señalar que los inversores en este tipo de operaciones otorgan liquidez a una situación que es ilíquida, en algunos casos sustituyendo a las entidades financieras como proveedores de capital e impulsando que las empresas centren sus esfuerzos en la mejora operativa. En términos de coste, el de capital de los fondos es estructuralmente superior al coste de fondeo de los bancos.

¿Es este instrumento una flexibilidad regulatoria adecuada en el mercado español?

Prestar en España no es una actividad regulada, por lo que hay una flexibilidad regulatoria amplia para realizar este tipo de actividad. La principal flexibilidad consiste en que los fondos de deuda *distressed* no tienen que convertirse en una entidad supervisada por el Regulador. Además, por el perfil de los prestatarios (*corporates*) tampoco le son, a priori, de aplicación las normas de protección de consumidores y usuarios u otras de naturaleza similar. Adicionalmente, los fondos pueden realizar préstamos desde vehículos que tengan en otras jurisdicciones.

Finalmente, si al producto de préstamo se le da formato bono, entra a ser de aplicación en su caso la normativa específica del mercado donde se realice la emisión.

¿Cuál es el tipo de inversor de este activo financiero?

La mayor parte de los fondos de deuda europeos provienen históricamente de Reino Unido, Alemania y Francia. Adicionalmente, se han constituido fondos locales, de menor tamaño y que compiten por inversiones de menor volumen. Muchos de éstos prestan especial atención al mercado español por las oportunidades existentes a causa de la restricción bancaria de los últimos años, y por la tendencia hacia la diversificación de las fuentes de financiación.

En el caso de las operaciones *stressed* y *distressed*, entraría en el ámbito de actuación de los fondos de *special situations*, aunque hay operaciones que también pueden ser del interés de fondos de *direct lending*.

Para estructurar con éxito un proceso, debemos tener en cuenta los requerimientos y *expertise* del proveedor de capital. Hay fondos que tienen, además de la orientación propia del tipo de actividad (p.e. *special situations*), una especialización sectorial, por tipo de producto o que requieren una estructura prefijada para hacer la transacción.

¿Existe un mercado para situaciones *Distressed* en España o faltan partícipes para catalogarlo como tal?,¿cuál será su evolución a futuro?

Los inversores tienen un gran apetito por este tipo de operaciones y están muy interesados en el mercado español. Esperamos que aumente el número de operaciones de empresas en situación *stressed / distressed*. Como señalaba, hay muchas empresas que tienen un activo de calidad, pero un sobre-endeudamiento que arrastran de la época de crisis que les está impidiendo crecer o, incluso, les genera tensiones de tesorería y, potencialmente, riesgo de impago en su deuda. La utilización de deuda de fondos les permite a las empresas mejorar su estructura de capital y que el *management* centre sus esfuerzos en la gestión operativa del negocio.

¿Qué papel juega el *management* de la compañía y su gestión operativa en la valoración que puede tener este tipo de deuda?

La calidad del *management* es un factor determinante en el proceso de decisión de los fondos. Estos inversores centran sus esfuerzos en ayudar a las empresas a reestructurar sus pasivos. La mejora operativa del negocio está soportada por la capacidad del *management* para alcanzar los objetivos establecidos en el plan de negocio. En última instancia, el valor de la compañía y, por tanto, la recuperación del préstamo tiene una relación directa con la gestión de la compañía. ■

EL GOBIERNO CORPORATIVO: CARACTERÍSTICAS, EVOLUCIÓN Y PRINCIPALES RETOS DE FUTURO

JORGE MEDINA

DIRECTOR EXECUTIVE MASTER IN RESPONSIBLE BANKING, IEB

¿Qué se entiende por Gobierno Corporativo y por qué se considera tan relevante para el funcionamiento de las empresas y los mercados?

Se puede definir a efectos prácticos el Gobierno Corporativo como el conjunto de normas, principios y procedimientos que permiten organizar, dirigir, controlar y comunicar las actividades de una empresa.

Son los directivos, los miembros del Consejo de Administración y los accionistas quienes ejercen este Gobierno en las empresas, y por tanto quienes son responsables de proporcionar el marco de medidas e incentivos necesario para conseguir el éxito en los negocios, supervisar el cumplimiento de las actividades, controlar los riesgos asociados, así como comunicarse con los grupos de interés y rendir cuentas a los accionistas y mercados financieros.

El papel que debe desempeñar el Gobierno Corporativo en las empresas es cada vez más importante si consideramos la mayor profesionalidad y compromiso que requieren las empresas y sus directivos para conseguir objetivos de competitividad, sostenibilidad y mejora de resultados en un entorno empresarial actual tan complejo y cambiante.

El buen funcionamiento del Gobierno Corporativo, además de hacer más resistentes y competitivas a las empresas, les permite sentar las bases de la confianza que necesitan ofrecer a sus grupos de interés, los mercados financieros y la sociedad en general.

Sin embargo, seguimos siendo testigos de una pérdida muy significativa en la reputación y credibilidad de empresas de muy diversos sectores de nuestra economía, motivada principalmente por las conductas irregulares que se han cometido en

estos últimos años, y que han tenido consecuencias económicas y sociales muy importantes para sí mismas, el conjunto de la población y los gobiernos de todos los países.

Si analizamos los casos más conocidos de empresas en las que se han cometido malas prácticas, fraudes empresariales o escándalos financieros (por ejemplo: Volkswagen, BP, Wells Fargo, Cajas de Ahorro españolas, etc.), encontramos que el motivo principal por el que se permitió que se produjeran estos excesos e irregularidades desde la dirección de las entidades, o simplemente se desconocían estas prácticas, se debe en todos los casos a las debilidades graves de su Gobierno Corporativo

Podemos considerar por tanto que el Gobierno Corporativo es una poderosa herramienta para conseguir la integridad de los negocios, la sostenibilidad de la economía y la transparencia de las empresas.

¿Qué avances se han producido en materia de Gobierno Corporativo en los últimos años?

Podemos afirmar que los agentes económicos han comprendido la importancia que tiene gestionar las empresas de una forma responsable y transparente, y todas las empresas han reforzado de forma muy significativa su Gobierno Corporativo.

En mi opinión los avances más importantes que se han producido en Gobierno Corporativo han sido en asuntos relacionados con la transparencia y comunicación con los grupos de interés, la participación y derechos de voto de los accionistas, la profesionalidad, diversidad y dedicación de los Consejos de Administración, la gestión de los conflictos de interés, el cumplimiento normativo o el control interno y la gestión de riesgos.

El nuevo marco normativo en materia de Gobierno Corporativo que se ha desarrollado en España desde 2013 ha fomentado también la implantación de buenas prácticas en las empresas y está dando soluciones a las debilidades existentes en el pasado.

¿Cuáles son las principales novedades normativas a las que se refiere?

Se han producido significativos avances a nivel internacional y local en materia de regulación, con un cambio de enfoque relevante por parte del regulador que ha pasado de emitir recomendaciones, principios o códigos de seguimiento más o menos voluntario en materia de Gobierno Corporativo a fijar un esquema de requisitos concretos de mayor obligación de cumplimiento.

Entre las principales normativas encontramos la Ley de Sociedades de Capital que regula las funciones y responsabilidades de administradores y Consejeros, y la Ley de Auditoría de Cuentas que refuerza la transparencia, supervisión y control de las empresas.

Es importante también la adaptación de la Directiva Europea para la presentación de la información no financiera, que impulsa también la transparencia, al requerir la presentación de indicadores y ratios no financieros en los informes de gestión de las empresas.

También la CNMV está fomentando las buenas prácticas en las empresas con su reciente Código de Buen Gobierno, que combina recomendaciones de obligado cumplimiento con otras de carácter voluntario, con sujeción al principio de "cumplir o explicar" vigente también en otros países.

Nuevas obligaciones para inversores, accionistas y emisores establecen la reciente Directiva de la Unión Europea en lo que respecta al fomento de la implicación de los accionistas a largo plazo.

EL GOBIERNO CORPORATIVO: CARACTERÍSTICAS, EVOLUCIÓN Y PRINCIPALES RETOS DE FUTURO

JORGE MEDINA

DIRECTOR EXECUTIVE MASTER IN RESPONSIBLE BANKING, IEB

¿Hasta qué punto el cumplimiento de esta normativa evitará definitivamente nuevos casos de escándalos y malas prácticas en empresas?

Para conseguir un eficaz Gobierno Corporativo no es suficiente con cumplir con la norma, sino que las empresas necesitan contar con una fuerte cultura corporativa que inspire a sus directivos, empleados y consejeros a actuar con absoluta integridad, transparencia y responsabilidad.

Como dice el actual Gobernador del Banco de Inglaterra Mark Carney en referencia a la industria bancaria, "la integridad no puede comprarse ni regularse, y aunque exista el marco adecuado de normas, principios y códigos de conducta internos, los financieros continuamente deberían retarse a sí mismos para defender sus valores".

En la actualidad la mayoría de las organizaciones están inmersas en un profundo cambio cultural para poder gestionar de forma distinta los negocios en todas las partes del mundo donde están presentes y dar respuesta a las nuevas exigencias de sus stakeholders y la sociedad en general. Las estrategias cortoplacistas del pasado, centradas casi exclusivamente en generar valor para el accionista a cualquier precio, anteponiendo los intereses propios a aquellos de sus clientes y sin prestar atención alguna a los riesgos incurridos, ya no son aceptables por más tiempo.

¿En qué consiste este cambio cultural en las organizaciones?

El cambio que están experimentando las empresas en la actualidad se basa principalmente en la aceptación de los errores del pasado por parte de sus directivos, la búsqueda de un propósito o razón de ser para las empresas y la construcción de una sólida cultura corporativa que marque el rumbo de sus actividades.

Una fuerte cultura corporativa promueve la existencia de un esquema de competencias e incentivos, que por una parte asegure a la dirección y Consejeros que sus decisiones se ajustarán siempre a un marco establecido de principios y valores, y por otra, promueva estrategias de valor compartido a largo plazo, alineadas con los intereses de todos los stakeholders y eficaces para capturar las nuevas oportunidades de negocio, así como anticipar y gestionar los riesgos en los que se incurra.

La responsabilidad corporativa juega un papel clave en la nueva cultura corporativa por el interés y necesidad de las empresas de aportar nuevas soluciones a los problemas económicos, sociales y ambientales actuales de la población.

En este nuevo orden ético y cultural, el debate sobre la ventaja competitiva de las organizaciones y los Gobiernos Corporativos ya no está en qué actividades realiza una empresa, sino en cómo se

realizan, el grado de compromiso y responsabilidad de las personas involucradas y el impacto social que generan.

Para que una organización tenga éxito en la implantación de un cambio de cultura corporativa, los principales directivos deben mostrar una clara convicción con los principios y valores de la empresa, liderar con el ejemplo mediante la aplicación efectiva de estos principios en todas sus actuaciones y comportamientos, y asegurarse que todos los empleados conocen, entienden y comparten la cultura, y actúan también en consecuencia.

¿Cómo se genera valor a través del Gobierno Corporativo?

Además de los aspectos ya comentados anteriormente, existen ya diferentes indicadores que nos demuestran que las empresas que aplican buenas prácticas de Gobierno Corporativo producen mayores rentabilidades, gestionan negocios más sostenibles, son menos vulnerables a los riesgos, alcanzan una mayor capitalización bursátil, consiguen una mayor satisfacción y fidelización de sus clientes, disponen de acceso a más fuentes de financiación y a menor coste y son capaces de atraer el talento y gestionar mejor la innovación y la aplicación de tecnologías en sus negocios.

¿Cuáles son los principales retos de futuro en materia de Gobierno Corporativo?

En los próximos años se reforzará de forma significativa el Gobierno Corporativo de las empresas para dar respuesta a los requerimientos cada vez más exigentes en materia de buen gobierno, transparencia, sostenibilidad, prevención de fraude o gestión de riesgos menos tradicionales (como son los riesgos estratégicos y de reputación, riesgo de cumplimiento, riesgo de conducta, riesgo operativo, etc.) entre otros aspectos.

También se verán mejoras considerables en la calidad y contenido de los informes integrados y por tanto habrá una mayor claridad en la explicación que las empresas faciliten a los mercados en los ámbitos económicos, sociales y ambientales, especialmente cuando no sigan, total o parcialmente, los códigos de buen gobierno. Establecer métricas para valorar los elementos intangibles de la responsabilidad corporativa permitirá evaluar y priorizar estas estrategias, e incrementará el diálogo de las empresas con los grupos de interés.

La idoneidad, competencias y formación continua de los administradores y miembros del Consejo será una de las preocupaciones de las empresas y los reguladores. Las remuneraciones que reciban se ajustarán cada vez más a modelos de compensación basados en competencias y grado de aportación individual al Gobierno Corporativo.

Una mayor responsabilidad y compromiso de las empresas será necesario debido a que los Consejos de Administración se enfrentan a un nuevo marco de creciente activismo accionarial, reforzado si cabe por la reciente publicación de la nueva Directiva de la Unión Europea sobre implicación a largo plazo de los accionistas e inversores ya comentada anteriormente, por la que éstos ejercerán más presión sobre las decisiones de las empresas, incluidas las políticas de remuneración de administradores y Consejeros, ya sea a través del voto en las Juntas o a través del activismo en las poderosas redes sociales.

Por tanto, podemos afirmar con total determinación que el Gobierno Corporativo ya no es una opción, sino una palanca de creación de valor pata cualquier empresa, tal como ha quedado puesto de manifiesto anteriormente. ■

ANEXO

152 **1. ESTADÍSTICAS MARF**

155 **2. ESTADÍSTICAS AIAF**

1. Estadísticas MARF

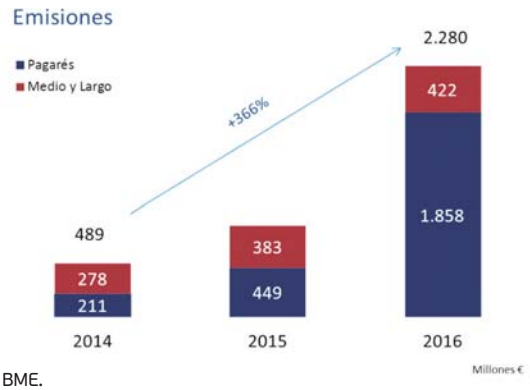
MARF Mercado Alternativo de Renta Fija

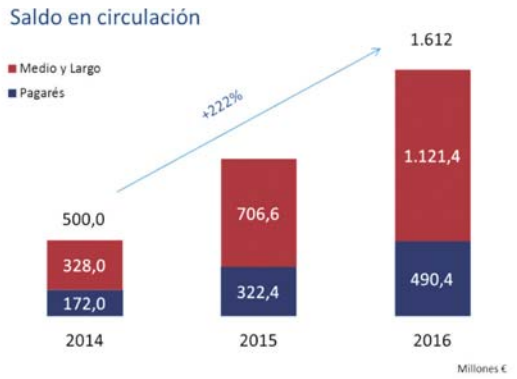
Emisiones en circulación: bonos y obligaciones

Descripción del valor

Sector	Emisor	Cupón
ALIMENTACION	OC INTERNATIONAL INVESTMENTS, B.V.-GRUPO SUGAL	4,250
	OC INTERNATIONAL INVESTMENTS, B.V.-GRUPO SUGAL	3,000
COMERCIO Y OTROS SERVICIOS	ESTACIONAMIENTOS Y SERVICIOS, S.A.U.	6,875
	GRUPOPIKOLIN, S.L.	5,00
	GRUPOPIKOLIN, S.L.	4,500
	GRUPOPIKOLIN, S.L.	VBLE
	SIDECU, S.A.	6,000
CONSTRUCCIÓN	ORTIZ CONSTRUCCIONES Y PROYECTOS, S.A	7,000
	SOCIEDAD ANÓNIMA DE OBRAS Y SERVICIOS COPASA	7,500
	SOCIEDAD ANÓNIMA DE OBRAS Y SERVICIOS COPASA	7,000
ENERGÍA Y AGUA	AUDAX ENERGIA, S.A.	5,75
	AUDAX ENERGIA, S.A.	4,200
	EKONDAKIN ENERGIA Y MEDIOAMBIENTE, S.A.	3,662
	GLOBASOL VILLANUEVA 1, S.A.U.	4,200
	PLANTA SOLAR PUERTOLLANO 6, S.A.U.	3,750
INMOBILIARIAS	SAINT CROIX HOLDING IMMOBILIER, SOCIMI, SA	2,500
	SAINT CROIX HOLDING IMMOBILIER, SOCIMI, SA	2,500
METAL MECANICA	TEKNIA MANUFACTURING GROUP, S.L.U.	5,500
NUEVAS TECNOLOGÍAS	ZELTIA. S.A.	4,750
SEGUROS	CAJA DE SEGUROS REUNIDOS, CÍA DE REASEGUROS, S.A.	8,000
TRANSPORTES Y COMUNICACIONES	AUNOR, AUTOVÍA NOROESTE CONCESIONARIA C.A.R.M.,S.A	4,750
	EMPRESA NAVIERA ELCANO, S.A.	5,500
	MASMÓVIL BROADBAND, S.A.U	5,750
	MASMÓVIL IBERCOM, S.A.	5,500
	SOCIEDAD CONCESIONARIA AUTOVÍA DE LA PLATA, S.A.,	3,169
	VIARIO A31, S.A.	5,000

		Moneda	Saldo Circulación	Rating	
Emisión	Vencimiento			Agencia	Rating
	27/10/2020	EUR	42.000.000,00	AXESOR	BBB
oct-16	19/10/2019	EUR	23.000.000,00	AXESOR	BBB
	23/07/2021	EUR	75.000.000,00	AXESOR	BB
	27/05/2025	EUR	20.000.000,00	AXESOR	BB
	27/05/2022	EUR	10.000.000,00	AXESOR	BB
may-16	18/05/2021	EUR	14.000.000,00	AXESOR	BB
	18/03/2020	EUR	55.000.000,00	AXESOR	BB
	03/07/2019	EUR	50.000.000,00	SCOPE	BB-
				AXESOR	BB
	19/12/2018	EUR	50.000.000,00	AXESOR	BB
	19/12/2020	EUR	30.000.000,00	AXESOR	BB
	29/07/2019	EUR	21.000.000,00	AXESOR	BBB-
	02/06/2022	EUR	65.000.000,00	AXESOR	BBB-
	30/05/2047	EUR	8.500.000,00	AXESOR	BBB-
may-16	31/01/2037	EUR	43.184.562,48	AXESOR	BBB-
	31/12/2037	EUR	43.855.799,24	AXESOR	BBB-
jun-16	23/06/2022	EUR	2.000.000,00	AXESOR	BBB
jun-16	23/06/2021	EUR	8.000.000,00	AXESOR	BBB
jul-16	05/07/2021	EUR	20.000.000,00	AXESOR	BB
	07/07/2027	EUR	17.000.000,00	AXESOR	BB-
feb-16	17/02/2026	EUR	168.800.000,00		
abr-16	30/06/2025	EUR	49.047.222,60	S&P	BB+
nov-16	08/11/2021	EUR	33.500.000,00	AXESOR	BBB-
jul-16	27/07/2024	EUR	68.000.000,00	AXESOR	BB
	30/06/2020	EUR	27.000.000,00	AXESOR	BB
	31/12/2041	EUR	180.771.162,75	S&P	BBB
	25/11/2024	EUR	41.499.998,90	AXESOR	BBB





Fuente: BME.

RELACIÓN DE PARTÍCIPES DEL MERCADO - MARF

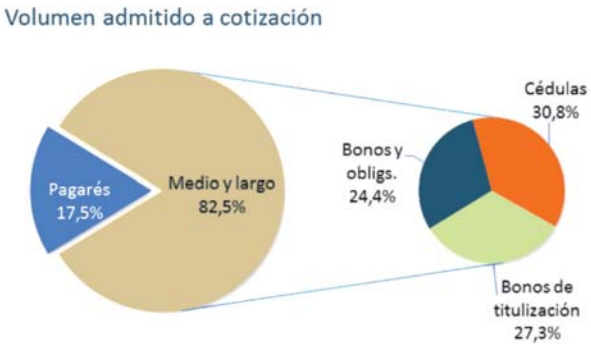
ASESORES REGISTRADOS	MIEMBROS DEL MERCADO	ENTIDADES MEDIADORAS
AFI (ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES)	ABANCA CORPORACION BANCARIA, S.A.	AHORRO CORPORACION FINANCIERA, S.V., S.A.
AHORRO CORPORACIÓN FINANCIERA, SV	AURIGA GLOBAL INVESTORS S.V., S.A.	BEKA FINANCE, S.V., S.A.
ARCANO VALORES, AV	BANCA MARCH, S.A.	NORBOLSA S.V., S.A
ASK, S.A.	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	
AURIGA GLOBAL INVESTORS, SV	BANCO DE SABADELL, S.A.	
BANCA MARCH	BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	
DELOITTE ADVISORY	BANCO SANTANDER, S.A.	
DIDENDUM EAFI	BANKIA, S.A.	
EBN BANCO DE NEGOCIOS	BANKINTER, S.A.	
GVC GAESCO BEKA, S.V., S.A.	CaixaBank, S.A.	
HAYA TITULIZACIÓN, SGFT	CECABANK, S.A.	
INTERMONEY TITULIZACIÓN, SGFT	EBN BANCO DE NEGOCIOS, S.A.	
INTERMONEY VALORES, SV	GVC GAESCO BEKA, S.V., S.A.	
MONTALBÁN ATLAS CAPITAL	HAITONG BANK, S.A., SUCURSAL EN ESPAÑA	
NMÁS1, CORPORATE FINANCE	INTERMONEY VALORES S.V. S.A.	
NORBOLSA, SV	JB CAPITAL MARKETS, S.V., S.A.	
PKF ATTEST SERVICIOS EMPRESARIALES	RENTA 4 BANCO, S.A	
PRICEWATERHOUSECOOPERS, ASESORES DE NEGOCIOS		
RENTA 4 BANCO		
RIVA Y GARCÍA-1877, SA		
SANTANDER DE TITULIZACIÓN, S.G.F.T., S.A.		
SOLVENTIS, AV		
Titulización de Activos. S.G.F.T., S.A.		
TREA CAPITAL PARTNERS, SV		
VGM ADVISORY PARTNERS		

Fuente: BME.

2. Estadísticas AIAF

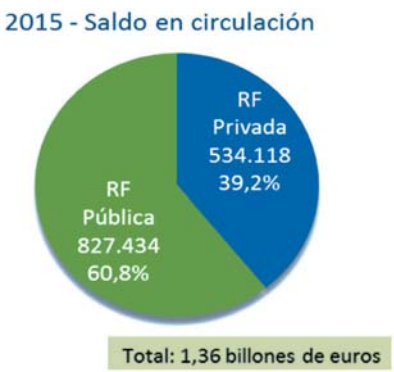
Renta Fija Privada: Mercado Primario

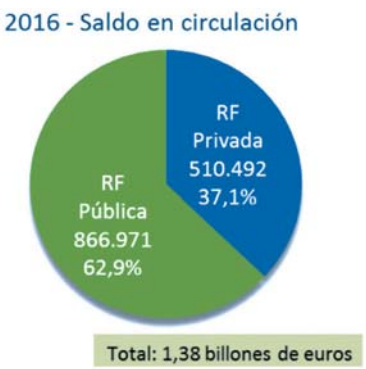
Fuente: BME.

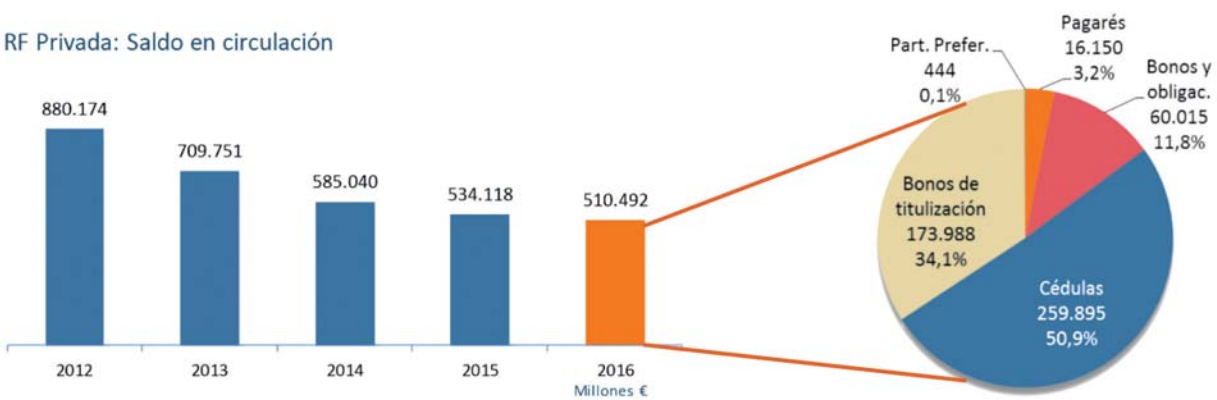


Saldo en Circulación

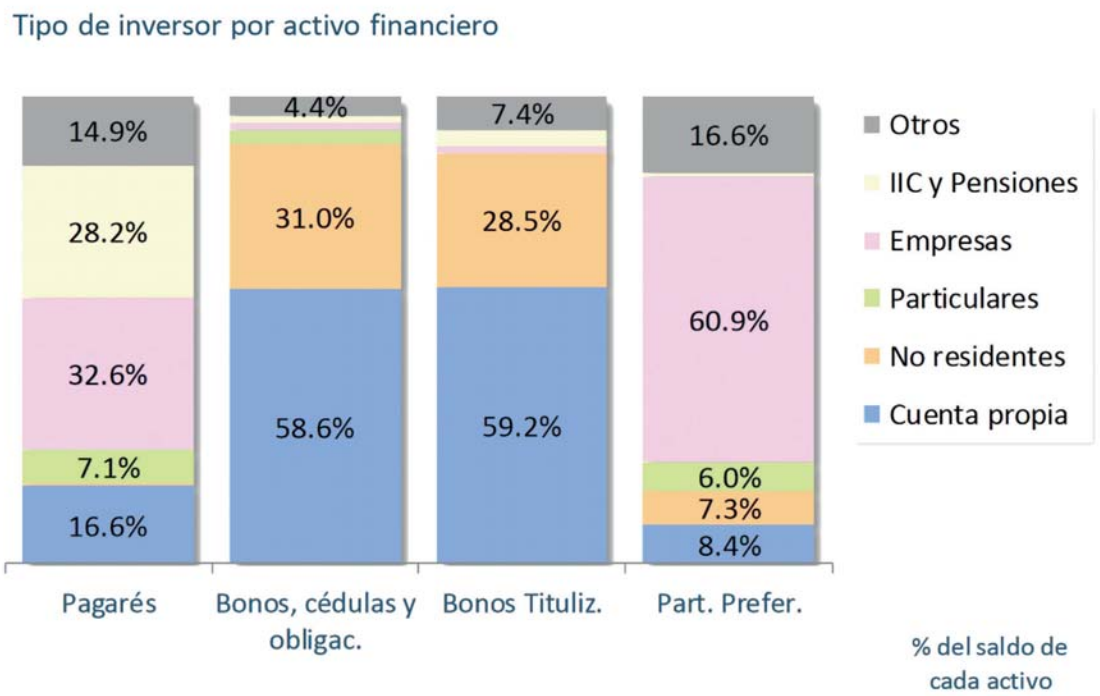
Fuente: BME.







■ Tipo de inversor en renta fija privada por clase de activo
Fuente: BME.



Copyright 2017, IEB

Alfonso XI, 6 - 28014
Tel. 91 524 06 15
Fax 902 190 200 | 91 521 04 52
investigacion@ieb.es www.ieb.es

Consejo Editorial: Adolfo Estévez, Lucas Suárez,
Víctor Sánchez, Pablo Cousteau, Marta Zabía y Juan Pablo Tovar

Coordinadores: José María Revello de Toro y Jesús H. Sarria

Diseño gráfico: Pilar Seidenschnur
deseda@telefonica.net

Imagen de portada: Freepik

axesor rating

C/ Alcalá, 52, 2º derecha
28014 Madrid
rating.axesor.es | 911 553 000

IEB
INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSÁTILES

Alfonso XI, 6 - 28014 Madrid
Tel. 91 524 06 15
Fax 902 190 200 | 91 521 04 52
investigacion@ieb.es www.ieb.es