

EL MERCADO DE PAGARES DE EMPRESA

En el presente artículo, **Francisco Mochón Morcillo** estudia el mercado de pagarés de empresa, que se constituyó oficialmente en España en 1982. Tras una breve introducción para aclarar conceptos, el autor examina la evolución reciente de este mercado en nuestro país y, después de realizar algunos comentarios sobre su organización, pasa a analizar el mercado secundario de pagarés de empresa, concluyendo con un breve apartado dedicado a las perspectivas de desarrollo de este mercado en España (*).

INTRODUCCION

PODEMOS definir el pagaré como un documento extendido de forma legal por el que una persona (emisor) se obliga a pagar a otra (tomador) cierta cantidad de dinero en la fecha establecida en el documento. Los pagarés de empresa son títulos a corto plazo emitidos al descuento; es decir, títulos con rendimiento implícito.

El origen del pagaré de empresa hay que buscarlo en el *commercial paper* de EE.UU. como fuente de financiación a corto plazo, y surge para competir con los pagarés del Tesoro de EE.UU. y con los certificados de depósito, emisiones que eran efectuadas por las grandes empresas americanas en los años veinte. Se concibieron como fuente alternativa de financiación, dependiendo de los tipos de interés de los créditos bancarios o de la emisión de títulos a más largo plazo.

Cuanto más desarrollado y amplio sea el sistema financiero de un país, más compleja y, a su vez, más rica en posibilidades será la gestión financiera de la empresa. En este sentido, hay que enmarcar la figura del pagaré

como un instrumento financiero, propio de un sistema desarrollado, que produce una desintermediación respecto del sistema crediticio, acercando las unidades de gasto y ahorro para conseguir una reducción del coste de la financiación.

El mercado de pagarés de empresa se constituye en España oficialmente en 1982, con motivo de la creación del mercado de pagarés de Bolsa, con un significativo adelanto respecto a los países europeos. Se trata de un mercado con la suficiente consistencia como para, tras superar las razones inmediatas de su creación y las modificaciones de su tratamiento fiscal surgidas en 1985, considerarse como un mercado consolidado.

En otros países, especialmente Estados Unidos, el desarrollo del mercado de pagarés se ha visto facilitado por la existencia de agencias de calificación financiera (*rating*), pues de esta forma se reduce el problema de las garantías.

El *rating* califica la solvencia de las compañías para afrontar el pago de los intereses de la deuda que emiten y la certidum-

bre de la devolución del principal al vencimiento.

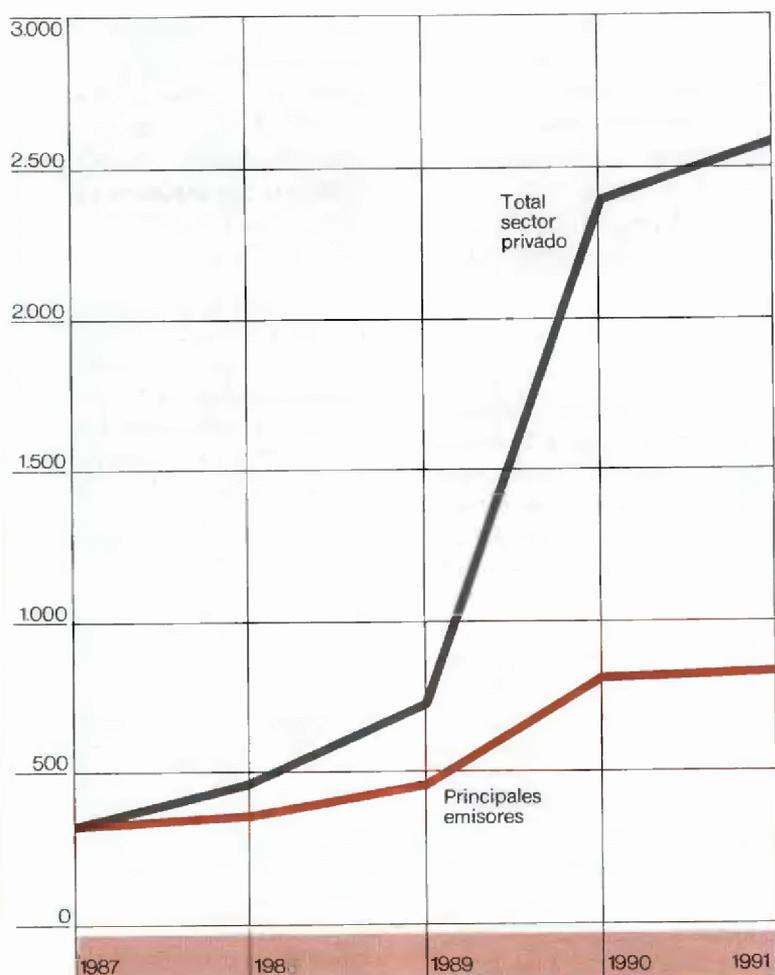
En España, la calificación de las empresas emisoras de renta fija no está muy arraigada, si bien en los últimos años va tomando fuerza. Las sociedades Stock Rating, Renta 4 y el propio BBV elaboran sus propios listados que, en principio, cualquier inversor debería utilizar a la hora de seleccionar sus inversiones. Sin embargo su implantación es bastante limitada.

Fue precisamente la ausencia de una sociedad de *rating*, capaz de determinar la calidad de los títulos en razón de la rentabilidad, riesgo y solvencia del emisor, lo que condujo a la CNMV a imponer el registro obligatorio de los emisores en la propia Comisión, intentando de esta forma defender, en una mayor medida, al inversor final ante eventuales insolvencias. Así, las entidades directoras de las emisiones responderán de la veracidad de las informaciones recogidas en el folleto de emisión y de que no se omitan hechos o datos significativos que puedan resultar relevantes para el inversor. Las entidades aseguradoras, por su parte, deberán hacer constar las condiciones del contrato de aseguramiento, las garantías exigidas al emisor y los riesgos asumidos.

EVOLUCION RECIENTE DEL MERCADO DE PAGARES DE EMPRESA EN ESPAÑA

Tal como se ha indicado, el mercado español de pagarés de empresa surgió a finales de 1982, siguiendo la pauta marcada por el desarrollo previo del mercado de pagarés del Tesoro. Entre las causas que han contribuido a su crecimiento posterior, se cuentan

GRAFICO 1
PAGARES DE EMPRESA
SALDOS NOMINALES FIN DE PERIODO
(Miles de millones de pesetas)



Telefónica incluye pagarés seriados y puntuales.
 1991 comprende hasta el mes de mayo.

Fuentes: Boletín Estadístico del Banco de España, y elaboración propia.

algunas generales a todos los sistemas financieros, como son la acusada preferencia de los inversores por las colocaciones a corto plazo y su mayor sensibilidad a las oscilaciones en las rentabilidades de los distintos activos de la economía, y otras más específicas de nuestro país, como el mayor coste comparativo para

las instituciones bancarias de la creación de depósitos, a causa de los elevados niveles de los coeficientes obligatorios de caja, de inversión en deuda del Tesoro y de recursos propios.

La evolución del mercado de pagarés de empresa se ha visto seriamente afectada por los cam-

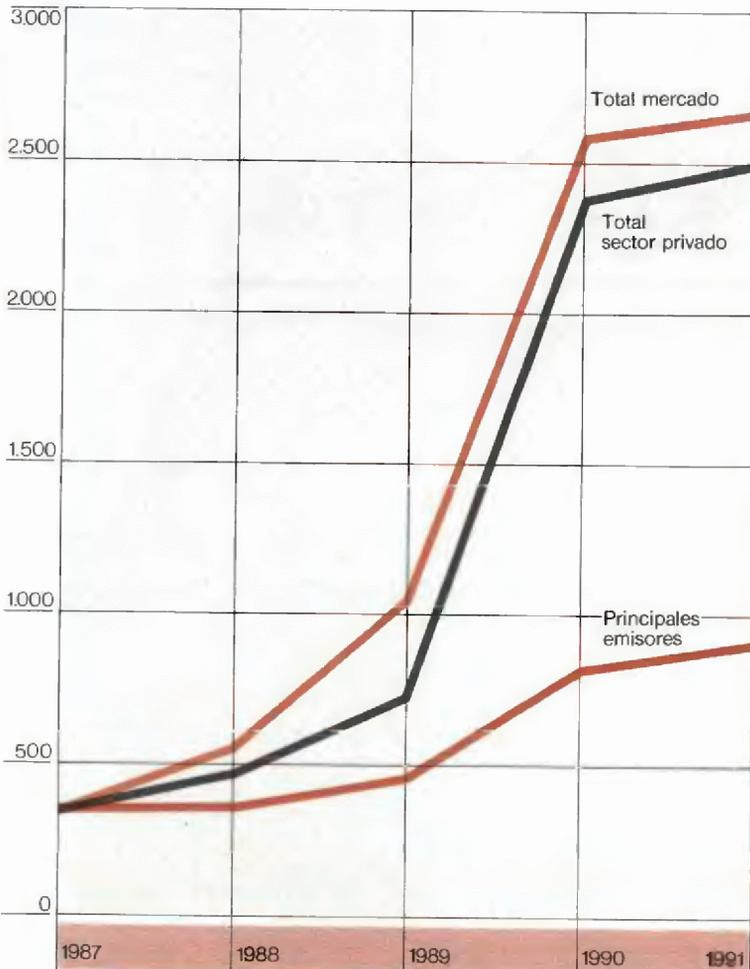
bios legales e institucionales. Así, en 1985, el cambio en la regulación impositiva de activos financieros afectó negativamente a este mercado, ya que se estableció la obligación de realizar, en cada transacción, certificados de retención sobre los rendimientos de valores emitidos al descuento, que hasta entonces no estaban gravados fiscalmente. De esta forma, se eliminó el diferente trato de estos instrumentos respecto a los de pago explícito de intereses, y se crearon mecanismos de información fiscal de las cantidades invertidas en pagarés.

En el año 1987, el mercado de pagarés de empresa acusó un retroceso importante debido a la dureza de la política monetaria y a la aparición de las letras del Tesoro, con altos tipos de remuneración y garantía pública derivada del carácter del emisor (gráficos 1 y 2).

En el periodo comprendido entre diciembre de 1989 y diciembre de 1990, el mercado de pagarés de empresa experimentó una fuerte reactivación, como consecuencia del establecimiento de trabas al endeudamiento de las empresas en los mercados exteriores y del paquete de medidas presupuestarias, fiscales y monetarias de julio de 1989, en las que se establecían topes al crecimiento del crédito interno al sector privado, así como una ordenación del mercado de transferencia de activos privados, con el objeto de moderar el crecimiento tanto de ALP más transferencias de activos como del crédito interno al sector privado.

En este sentido, se debe señalar que la reducción del crecimiento de las variables monetarias y crediticias no refleja el alcance real de la limitación im-

GRAFICO 2
MERCADO DE PAGARES DE EMPRESA
(Saldos)
(Miles de millones de pesetas)



Telefónica incluye pagarés seriados y puntuales.
 1991 (previsión).

Fuentes: *Boletín Estadístico* del Banco de España, y elaboración propia.

puesta a la oferta de recursos prestables, dado el desarrollo de canales alternativos de financiación no tan controlados por el Banco de España. En este apartado, destaca especialmente la captación de financiación por las empresas mediante la emisión de pagarés de empresa, que se ha constituido en protagonista de un

fuerte proceso de desintermediación financiera.

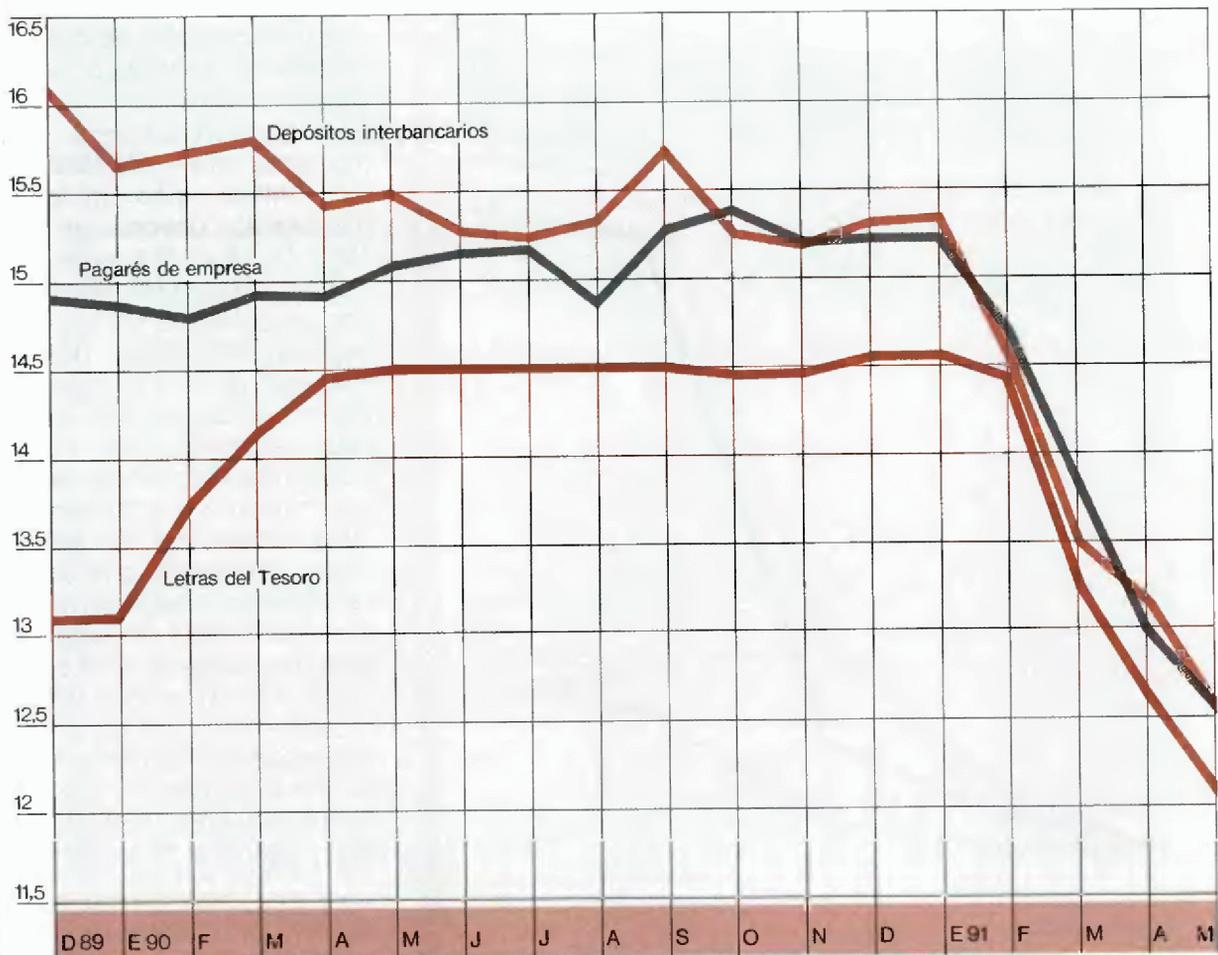
La aceleración del crecimiento de las emisiones de pagarés de empresa comienza en diciembre de 1989, una vez desaparecidas las expectativas de levantamiento de las restricciones a corto plazo, por lo que las empresas

se acomodaron a las restricciones crediticias, desplazando dichas expectativas al menos hasta mediados del año 1990.

El cambio de las empresas a una política activa de captación de recursos se tradujo en un incremento del saldo en circulación de pagarés de empresa —intermediados a través de bancos, cajas y SMMD— de 1.807 miles de millones de pesetas en el año 1990. De ellos, 351 miles de millones corresponden a los «grandes emisores», entre los que se incluyen Telefónica, RENFE e INI, entre otros, y el resto, 1.456, a «otros emisores», con lo cual el saldo acumulado se situó en 2.393 miles de millones de pesetas, frente a 729 en diciembre de 1989. Estas cifras son las publicadas por el Banco de España, no estando contenidas en ellas las colocaciones de pagarés de empresa mediante otros canales, como son las colocaciones directas entre empresas y las colocaciones intermediadas a través de otros agentes no bancarios, como es el caso de las sociedades y agencias de valores.

La explosión del mercado de pagarés de empresa se concentró al principio en el grupo de empresas no financieras de mayor tamaño, que ya venían emitiendo en este mercado de una manera habitual. A ellas se unió más tarde un gran número de nuevos emisores menos conocidos en el mercado, lo que provocó una cierta segmentación. Mientras que los «grandes emisores» siguieron emitiendo fundamentalmente mediante la realización de subastas de pagarés en serie correspondientes a programas preestablecidos, los nuevos emisores se veían obligados a colocar «a la medida». Así, desde diciembre de 1989, se fueron acumulando en manos del

GRAFICO 3
TIPOS MARGINALES A UN AÑO
(Porcentaje)



público cifras positivas de emisiones netas, de tal manera que la fortaleza de su demanda hubo de ser satisfecha incluso con cargo a las carteras propias de bancos, cajas y SMMD.

La intensidad de la demanda privada de pagarés de empresa, a pesar de la competencia de las emisiones de pagarés del ICO y forales, así como de las colocaciones alternativas en cuentas corrientes de alta remuneración, tuvo también su origen en las des-

compensaciones de la estructura de tipos de interés en los mercados de valores a corto plazo. El mantenimiento por el Banco de España de la rentabilidad en las subastas de letras del Tesoro a tres meses, a la vez que se elevaba el tipo de los depósitos en el mercado interbancario, provocó un desplazamiento de la demanda hacia pagarés de empresa a corto plazo, a pesar del diferente tratamiento fiscal con las letras del Tesoro (gráfico 3). Dada la dureza de las restriccio-

nes crediticias, los tipos de las ofertas de pagarés sobrepasaron repetidamente el teórico límite superior que delimita su campo de actuación, como es el mercado de depósitos interbancarios.

La situación de altos tipos de interés, unida al fuerte volumen en circulación, así como a la proliferación de nuevos emisores menos conocidos, han dado lugar a un «acortamiento» de los plazos de emisión, especialmente en los pagarés «singulares» de los nue-

vos emisores, a los que se les ha exigido una mayor prima de riesgo, incluida en los tipos de interés nominales, y una mayor liquidez. En cuanto a los grandes emisores, dado que ya disponían de un mercado más profundo, líquido y desarrollado, han mantenido los plazos habituales de colocación.

Durante 1991 se ha quebrado la dinámica observada a lo largo de 1990, volviéndose a niveles menos acusados de desintermediación. Ello se ha debido a la relajación de las restricciones monetarias y al estrechamiento del diferencial de tipos asociado a la creciente competencia por la captación del pasivo bancario.

En definitiva, en 1991, la posibilidad de financiación a través de los créditos bancarios y del endeudamiento en los mercados exteriores puede provocar una disminución relativa del recurso a los mercados de renta fija privada en general, y al de pagarés de empresa en particular.

ALGUNOS COMENTARIOS SOBRE LA ORGANIZACION DEL MERCADO DE PAGARES

El mercado de pagarés de empresa no es un mercado organizado con reglas específicas, sino que forma parte de otros más amplios, como son los mercados organizados de AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) y bursátil. Su origen se halla en la voluntad de intensificar el proceso de desintermediación financiera, de manera que demandantes de fondos y ahorradores puedan operar más directamente, aprovechándose de las ventajas de coste-precio en los recursos tomados o prestados. En la práctica, la coloca-

ción de pagarés en el mercado discurre, en buena medida, a través de los intermediarios financieros, entidades crediticias o sociedades de valores que, en definitiva, son las que ponen en contacto a inversores y ahorradores.

Como se ha indicado, los tipos de interés de los pagarés suelen ser inferiores a los del mercado interbancario, pero superiores a los de las letras del Tesoro. De este modo, las empresas consiguen una financiación más barata que la proporcionada por un crédito indiciado con el interbancario, y los tomadores alcanzan niveles de rentabilidad superiores a los obtenidos con las letras del Tesoro.

Hasta la aprobación de la Ley del Mercado de Valores, se exigía la inscripción de las emisiones en serie de pagarés de empresa en el Registro Oficial del Ministerio de Economía y Hacienda. Actualmente, la inscripción de la emisión y venta de estos instrumentos debe realizarse en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, bien cuando las operaciones sean de carácter público, sin destinatario predeterminado, bien cuando, tratándose de colocaciones privadas, los pagarés hayan sido emitidos en forma seriada, siendo susceptibles de posterior colocación.

Dos son los grandes segmentos oferentes en el mercado de pagarés. Por una parte, los denominados emisores habituales, generalmente empresas solventes y de gran dimensión. Suelen realizar las llamadas *emisiones en serie*, de acuerdo con programas previamente diseñados, las cuales se colocan entre el público o entre inversores institucionales por medio de subastas. Por

otra parte, están los que podrían denominarse «nuevos emisores» que, aun siendo empresas de reconocida solvencia, se han visto obligados, por el racionamiento crediticio, a tomar fondos prestados a través de las denominadas *emisiones a la medida*.

Algunos grandes emisores —como Telefónica, ENDESA o el INI— utilizan, o han utilizado, el método de convocar periódicamente *subastas*, en las cuales, las entidades financieras invitadas a participar pujan competitivamente por los pagarés. En este sistema, la empresa emisora decide el volumen a emitir en los diferentes plazos, quedando los tipos determinados por las subastas. Típicamente, los pagarés emitidos de esta forma tienen nominales reducidos (medio o un millón de pesetas) y se suelen destinar a la intermediación hacia el público.

El segundo método de *emisión de pagarés es «a la medida»*; esto es, a partir de una negociación previa sobre volumen, tipo y, en ocasiones, plazo entre el emisor y el demandante de los activos. Esta es la fórmula de emisión típica del mercado mayorista. Emisores importantes en esta modalidad son el Banco de Crédito Industrial, el Banco de Crédito Agrícola, la Corporación Financiera Hispamer y otras muchas grandes empresas que acuden al mercado de forma más ocasional, dependiendo de sus necesidades y de las condiciones imperantes.

Las emisiones a la medida se caracterizan, en general, por el proceso de acomodación del oferente de papel (el emisor de pagarés) a las exigencias de la demanda en cuanto a los elementos definitorios de la emisión: importe, plazo y tipo de interés.

Para atender este segmento del mercado, algunos de los principales emisores disponen de programas de tipo *masternote*—por los que se autoriza a inversores concretos a adquirir papel hasta un monto diario determinado—y de redes de colocación directa. Es más común, sin embargo, recurrir a intermediarios financieros para que intervengan en la colocación de títulos. Muchos intermediarios asumen el papel de *dealers*, tomando posiciones en el mercado, bien para dar liquidez o para tener una ganancia especulativa.

Finalmente, RENFE, el mayor emisor del mercado español de pagarés de empresa, tiene establecido un *sistema de emisión propio*, basado en anotaciones contables centralizadas en un número muy reducido de bancos, y una red de entidades financieras delegadas a las que autoriza determinados volúmenes de emisión en función de su política. RENFE es también la empresa que ha emitido pagarés a mayor plazo, y la única que, de momento, tiene aprobada por la CNMV un tramo de 30.000 millones de pesetas (dentro de un programa de 250.000 millones de pesetas) para inversores *no residentes*.

EL MERCADO SECUNDARIO DE PAGARES DE EMPRESA

Actualmente, existen en España tres tipos de mercados organizados de renta fija. El mercado de anotaciones en cuenta, en el que se negocia, única y exclusivamente, deuda pública anotada; el mercado bursátil de renta fija, en el que se negocian, además de la deuda pública no anotada, bonos, obligaciones, *pagarés*

y títulos hipotecarios del sector privado, teniendo un tamaño muy pequeño en comparación con el de deuda pública anotada, y, en tercer lugar, el mercado de renta fija de AIAF.

Durante los últimos años, se ha puesto de manifiesto la ineficacia del mercado bursátil de renta fija privada, y la necesidad de una renovación y adecuación de sus estructuras a la nuevas exigencias financieras de cara a la liberalización de capitales de 1993.

La Ley de Presupuestos para 1990 reconocía explícitamente la posibilidad de que se organizaran mercados no oficiales, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, estando la supervisión de las actividades de los miembros bajo la responsabilidad de la CNMV.

Como respuesta, surgió, en abril de 1990, el proyecto de AIAF y, posteriormente, otro de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid. En este sentido, AIAF solicitó en 1990 el reconocimiento oficial, como *mercado secundario organizado no oficial de valores de ámbito nacional*, del sistema de información de precios con el que venían *facilitando* el cruce de operaciones de renta fija, utilizando como soporte un sistema electrónico de contratación por pantalla (Reuter). El reconocimiento oficial se efectuó mediante la Orden Ministerial de 1 de agosto de 1991, publicada en el *BOE* del 12 de septiembre. Su control y supervisión serán ejercidos por la CNMV. Se trata de un mercado dirigido por precios y con estructura de creadores de mercado.

En dicho mercado mayorista, se negociarán bonos *matador*, pagarés de empresa, cédulas hi-

potecarias, así como bonos y obligaciones privados. Es decir, se podrán negociar en él todos los valores de renta fija *excepto* los convertibles, reservados exclusivamente a las bolsas de valores.

La consideración de *mercado organizado* implica que los títulos que allí se coticen podrán entrar a formar parte de las carteras de las instituciones de inversión colectiva. Dada la importancia que, para cualquier emisor, han alcanzado las fórmulas de inversión colectiva, y la que previsiblemente tendrán en el futuro, el hecho de que los títulos sean aptos para las inversiones de dichas instituciones—tipificadas en la Ley 46/1984 y el Real Decreto 1393/1990—es muy relevante. La consideración de mercado organizado es algo positivo, pues permitirá un mayor desarrollo, tanto en amplitud como en profundidad, del mercado de pagarés, lo que, en conjunto, redundará en una mayor liquidez.

Por otra parte, la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid ha puesto en marcha, en la primera semana de octubre de 1991, un mercado bursátil de renta fija en el que participan todas las bolsas españolas, y en el que, en principio, se negocian 30 valores, estando aún pendiente la publicación de la Orden Ministerial que le permita la contratación de deuda pública mediante el sistema de anotaciones en cuenta, al ser considerado como un mercado no oficial organizado. Dicho modelo surge para dar continuidad al mercado de renta fija existente en la actualidad en el ámbito de la Bolsa de Valores. En él, los productos de renta fija admitidos a cotización se negociarán a través de un sistema electrónico de contratación por pantalla (utilizando como soporte los

sistemas Reuter, Telerate, Radiobolsa) basado en una filosofía de mercado continuo. Integrará activos tanto públicos como privados. Con el fin de asegurar una mayor liquidez y un mejor funcionamiento del mercado, se prevé la existencia de creadores de mercados. Dispondrá, asimismo, de su propio sistema de compensación y liquidación.

Un mayor desarrollo del mercado secundario será posible sólo si se consigue un sistema de anotaciones en cuenta para la renta fija que permita suprimir la circulación de títulos y efectivo.

En cuanto a mecanismos de compensación y liquidación que pudieran facilitar la negociación de pagarés ya emitidos, no existe un sistema que acoja a la globalidad del mercado. Algunos de los mayores emisores, como RENFE, disponen de su propio sistema de anotaciones en cuenta.

Actualmente, existe un sistema de compensación para pagarés a través de Espaclear, S. A. Espaclear es una sociedad anónima creada para dar servicio de compensación y liquidación a los operadores del mercado que negocien títulos de renta fija de emisores privados. Espaclear no participa activamente en la contratación de operaciones, ya que su actuación se centra en la post-compra y venta que se haya realizado. Espaclear mantiene comunicaciones exclusivamente con entidades financieras, y nunca con los posibles clientes de éstas.

El esquema del sistema de compensación es relativamente simple. Se trata de hacer desaparecer el trasiego de títulos físicos del mercado, por lo que los títulos, mientras los haya, permanecerán, desde su emisión hasta su vencimiento, depositados en una

entidad de crédito designada por Espaclear, y las ventas y compras de dichos títulos se harán a través de anotaciones en cuenta. Cuando se produce una venta, se sacan los títulos de una cuenta y se anotan en la del comprador en la fecha valor que corresponda.

El sistema de Espaclear admite todo tipo de activos de renta fija de emisores privados (bonos, obligaciones, cesiones, *pagarés de empresa*, etc.). Actualmente, se compensa y liquida el 100 por 100 de las grandes emisiones estandarizadas de pagarés de empresa. Gracias al sistema de compensación y liquidación, un sólo télex desencadena todo el mecanismo de traspaso de titularidad. Es un auténtico sistema de entrega contra pago, ya que, por un lado, la operación de compraventa no se realizará si el vendedor no tiene suficientes títulos y, por otro, no se llevará a cabo si el vendedor no paga, vía Banco de España, el importe de la compra. Espaclear, según se expresa en el contrato de adhesión, le retiraría los títulos y se los devolvería al vendedor original.

En la Asamblea General de AIAF del 24 de julio de 1991, en la que modificó sus estatutos a fin de obtener para su mercado la *condición de organizado*, también se aprobó la separación entre AIAF y Espaclear.

Después de la modificación de estatutos, Espaclear será un subsistema del servicio de compensación y liquidación del sistema único que contempla la Ley del Mercado de Valores, con el que Espaclear deberá integrar diariamente sus saldos.

En cuanto a la integración en un mercado internacional, existe un acuerdo de principio con CE-

DEL y Euroclear. Con ello se pretende crear unas condiciones operativas que permitan extender la presencia del papel doméstico a otros mercados. Se trata de que haya una anotación única para Espaclear que, a su vez, tenga una parte a nombre de Euroclear y otra a nombre de CEDEL. Una vez materializado el acuerdo, la apertura del mercado a los extranjeros, a través del puente Euroclear-CEDEL-Espaclear, puede beneficiar mucho a los emisores españoles, que se encontrarán con una masa superior de inversores dispuestos a tomar su papel.

PERSPECTIVAS DE DESARROLLO FUTURO

El análisis presentado ha puesto de manifiesto la importancia del mercado de pagarés de empresa y sus claras perspectivas de desarrollo futuro. En este sentido, todo apunta a que se produzca una disminución de la actividad de intermediación realizada por los bancos y un progresivo aumento de las colocaciones desde los particulares hacia los grandes inversores de carácter institucional y, en especial, las instituciones de inversión colectiva.

Para que el mercado de pagarés alcance un nivel de desarrollo superior, convendría que se profundizara en el proceso de organización del mercado y de formalización de los pagarés de empresa en anotaciones en cuenta.

Todo lo que suponga una mejora en los sistemas de información, y en la adopción de medidas preventivas tendentes a aumentar las garantías de cumplimiento de las obligaciones contraídas, será un hecho positivo

para el desarrollo del mercado de pagarés. En este sentido, la consolidación de empresas de *rating* sería una muestra de la madurez alcanzada por el mercado de pagarés.

NOTA

(*) El autor desea expresar su agradecimiento a D. Rafael Isidro Aparicio y a D.ª María Teresa Garchitorena, ambos del Departamento Financiero de Telefónica Española, S. A., por la colaboración que le han prestado en la elaboración de este trabajo, de cuyas deficiencias se considera único responsable.