

MERCADO ESPAÑOL
DE PAGARÉS
DE EMPRESA

Carlos Chuliá

Banco de España - Servicio de Estudios
Estudios Económicos, nº 49 - 1992

No ha sido posible incluir los gráficos que figuran en la versión impresa de esta publicación, por no disponerse de ficheros electrónicos con la suficiente calidad. En su lugar hay un espacio en blanco.

MERCADO ESPAÑOL DE PAGARES DE EMPRESA

Carlos Chuliá

Banco de España - Servicio de Estudios
Estudios Económicos, nº 49 - 1992

ISSN: 0213-2699
ISBN: 84-7793-137-2
Depósito legal: M-3866-1992

Imprenta del Banco de España

INDICE

	<u>Páginas</u>
INTRODUCCION.....	7
I. RESEÑA HISTORICA.....	9
I.1. Antecedentes	9
I.2. Etapa bursátil	10
I.3. Sensibilización de las autoridades financieras	11
I.4. 1985. Shock fiscal y reforma de la legislación cambiaria.	12
I.5. 1986. Reuniones de Cercedilla	13
I.6. 1987. La aparición de la letra del Tesoro	14
I.7. 1989. Controles al crecimiento del crédito bancario ..	15
II. REGULACION Y ASPECTOS FORMALES	17
II.1. Regulación jurídico-mercantil.....	17
II.2. Marco fiscal	19
II.3. Ley del mercado de valores de 1988	21
II.4. Control de movimientos de capital con el exterior ...	22
III. COMPARACION CON OTROS MERCADOS	25
III.1. Fuentes alternativas de financiación.....	25
III.2. Fuentes alternativas de colocación	26
IV. MERCADO PRIMARIO.....	31
IV.1. Operativa	31
IV.2. Estructura de la oferta	41
IV.3. Estructura de la demanda	50
V. MERCADO SECUNDARIO	53
V.1. Mercado secundario de la Asociación de Intermedia- rios de Activos Financieros.....	59

	<u>Páginas</u>
VI. TIPOS DE INTERES Y PLAZOS DE VENCIMIENTO.....	63
VI.1. Tipos de interés.....	63
VI.2. Plazos de vencimiento.....	69
VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES.....	75
BIBLIOGRAFIA	81

INTRODUCCION (1)

Los pagarés constituyen un vehículo de apelación directa a los mercados de valores a corto plazo ampliamente utilizado por las empresas no financieras. Su puesta en circulación puede permitir al emisor reducir el coste financiero de su deuda en comparación con el crédito bancario a corto plazo, del que es instrumento sustitutivo, y al adquirente obtener mayor rendimiento que el que proporcionan otros activos financieros alternativos, a cambio, generalmente, de un mayor riesgo.

Desde su aparición en España, en los primeros años ochenta, el mercado de pagarés ha ido arraigándose en el sistema financiero español, superando ciertas perturbaciones que, en su momento, hicieron dudar de su solidez. Entre ellas destacaron una de naturaleza fiscal en 1985 —la ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros— y otra provocada por la creación de la letra del Tesoro en 1987. Posteriormente, la adopción, en julio de 1989, de medidas coyunturales de limitación directa del crecimiento del crédito bancario al sector privado, que se sumaron al encarecimiento administrativo de la financiación obtenible en el exterior por prestatarios españoles, impulsaron una formidable expansión del mercado de pagarés.

Ya en 1991, una vez suprimidos el depósito previo no remunerado sobre la financiación exterior y los límites al crecimiento del crédito interno al sector privado, el mercado de pagarés de empresa no ha mostrado síntomas de hundimiento aunque, lógicamente, muestra un ritmo de crecimiento más pausado que en 1990.

Con el fin de proporcionar una caracterización adecuada del mercado español de pagarés de empresa, que permita evaluar sus perspectivas

(1) Quiero expresar mi agradecimiento a J. Pérez, J. L. Malo, F. Gutiérrez, M. Peller, B. Sanz, J. M. Gómez, F. Tejada, E. Ortega, V. García-Vaquero, J. P. Bonilla, G. Bombín, R. Mínguez, A. Caro, I. Muñoz, D. Jara, T. Rastroero, F. G. Arce y J. M. García, por su colaboración y por sus valiosas opiniones y sugerencias.

de desarrollo futuro, este trabajo presenta una panorámica general de este mercado, abarcando todos los extremos que se han considerado necesarios para una mejor comprensión de su funcionamiento y estructura y, en su caso, de los problemas e insuficiencias de que adolezca. Con ese objeto, en el capítulo primero se presenta una reseña histórica poniendo de manifiesto los hitos más sobresalientes de su evolución. El capítulo segundo recoge una descripción de la superestructura regulatoria del mercado. Tras una breve comparación con otros mercados en el capítulo tercero, en el cuarto se aborda el estudio de los aspectos más destacables del mercado primario. Posteriormente, el quinto se dedica al mercado secundario, y en el siguiente se analizan diversas cuestiones relacionadas con los tipos de interés y los plazos de vencimiento. Como colofón, el trabajo finaliza con el capítulo séptimo de «Resumen y conclusiones».

I

RESEÑA HISTORICA

I.1. Antecedentes

Lejos se encuentra el pagaré de empresa de la última década del siglo XX del primitivo «pagaré» creado entre los siglos XI y XII para facilitar los intercambios comerciales entre plazas distintas. No es éste, obviamente, el documento objeto de este trabajo, cuyo foco de atención se sitúa en los pagarés que emiten las empresas no financieras para procurarse financiación ajena a corto plazo en los mercados de valores.

A diferencia del pagaré del siglo XI, título cambiario por antonomasia, emitido aisladamente y con causa en una transacción comercial, los modernos pagarés se encuadran mejor en la categoría de los valores mobiliarios, emitidos en masa y sin relación con compraventas de bienes y servicios. Aquellos pagarés cambiarios fueron utilizados para la instrumentación del crédito interempresarial con relativa generalidad hasta la aparición, en el siglo XV, de la letra de cambio, que, dadas las ventajas añadidas que proporcionaba, desplazó de los usos comerciales a los pagarés, que, prácticamente, desaparecieron de la circulación.

A partir de 1971 se empieza a tener noticia de un ámbito de recuperación en el empleo de esos instrumentos en nuestro país. En efecto, por esa época la empresa RENFE hizo un uso sistemático de los pagarés a la orden como efectos comerciales sustitutivos de las letras de cambio en la instrumentación de los aplazamientos de pago a sus proveedores [Arce (1982)]. Estos pagarés, dada la solidez y buena reputación de su emisor, fueron objeto de intercambio posterior en transacciones privadas entre sus tenedores, por lo que la dirección de esa empresa se planteó la posibilidad de apelar directamente al público en general, y no sólo a sus proveedores, emitiendo títulos semejantes con el único respaldo de su prestigio y solvencia. Con ello se buscaba una mayor diversificación de

las fuentes de fondos y, consiguientemente, flexibilizar la estructura financiera y reducir los costes financieros de la compañía.

I.2. Etapa bursátil

El moderno pagaré de empresa, instrumento financiero no causado por una transacción comercial, tal y como se conoce en la actualidad, hizo su aparición oficial en 1982. En concreto, el 15 de octubre de ese año, con el impulso de la banca extranjera, tuvo lugar la primera subasta de pagarés de empresas no financieras en la bolsa madrileña [concretamente de la Empresa Nacional Hidroeléctrica del Ribagorzana (ENHER)].

Este hecho se produjo en un marco caracterizado por el estrecho abanico de instrumentos de endeudamiento al alcance de las empresas españolas; por unos mercados de valores harto obsoletos e incapaces de proporcionar respuestas flexibles a los requerimientos, crecientemente complejos y exigentes, de oferentes y demandantes de fondos prestables; por una estructura de tipos de interés de los depósitos bancarios aún intervenida en los plazos más cortos; por un sistema bancario muy regulado y con una corta gama de productos financieros muy tradicionales; por la vigencia de limitaciones a la captación de depósitos de clientes por parte de la banca extranjera con implantación en España que, en consecuencia, tenía mermadas sus posibilidades de operar en los mercados crediticios al por menor, y por un sector público inmerso en la puesta en marcha de un proceso de desintermediación sin precedentes, particularmente en el mercado de valores a corto plazo. Y todo ello en un contexto de altas tasas de inflación que provocaban el rechazo de los agentes hacia las colocaciones a medio y largo plazo y una creciente sensibilización a la erosión que producía en el valor real de los saldos líquidos.

A estos factores se sumaba el precedente remoto del mercado americano de papel comercial y las experiencias más cercanas del mercado bursátil de letras, con lo que confluían una serie de condiciones propicias para la aparición de nuevos instrumentos financieros, como los pagarés financieros, que dieran respuesta a las diversas restricciones que aquel entorno imponía a los agentes participantes en el sistema financiero.

En los inicios, por tanto, la bolsa se constituyó en el núcleo básico del mercado, papel que fue perdiendo con el transcurso del tiempo a medida que la emisión y negociación de pagarés de empresa se desarrolló, con notable éxito, a través de canales menos formalizados y organizados, pero que resultaban más cómodos y flexibles para los diversos participantes. Ello fue posible gracias a que la comercialización del papel obtuvo el apoyo del sistema bancario, sin cuyo concurso la expansión de este mercado se habría encontrado con ciertas dificultades.

I.1. PAGARES Y LETRAS DE EMPRESA. BOLSA DE MADRID, VOLUMENES DE CONTRATACION

mm

	<i>Letras de empresa</i>	<i>Pagarés de empresa</i>
1980	10,8	0,0
1981	39,9	0,0
1982	56,8	4,3
1983	22,2	20,3
1984	1,5	31,1
1985	0,0	17,3
1986	0,0	48,2
1987	0,0	38,9
1988	0,0	45,4
1989	0,0	0,4

Fuente: Bolsa de Madrid, Informe Anual de 1989.

Hay que señalar que la aparición del pagaré de empresa en bolsa provocó la desaparición del mercado bursátil de letras de empresa (cuadro I.1), debido a que la estructura de costes no financieros favorecía claramente a los pagarés. Dicha estructura se componía de los siguientes conceptos [Rodríguez Inciarte (1982)]:

a) *Comisiones*

De Mediación. Era la misma para ambos instrumentos.

De Custodia. Era la misma para ambos instrumentos.

De Intervención. Las letras soportaban el doble que los pagarés.

De Apertura de crédito. Privativa de las letras.

De Garantía. Privativa de las letras.

De Aseguramiento. Privativa de los pagarés y, normalmente, menor que la de garantía de las letras.

b) *Impuestos*

General sobre el tráfico de empresas. El mismo para ambos instrumentos.

Actos jurídicos documentados. Para operaciones con vencimiento superior a seis meses, los tipos de gravamen que soportaban las letras eran el doble que los aplicables a los pagarés.

I.3. Sensibilización de las autoridades financieras

El rápido crecimiento del mercado de pagarés estuvo en el origen de la promulgación de la *Orden Ministerial de 24/5/83*, que, «para tutelar a

los demandantes de estos títulos y permitir a las autoridades financieras la ordenación del mercado de renta fija», sometía el anuncio y puesta en circulación de los pagarés emitidos en serie a lo preceptuado en el *Real Decreto 1851/1978, de 10 de julio, sobre anuncio y puesta en circulación de títulos de renta fija*, y en la *Orden del Ministerio de Economía y Comercio de 17 de noviembre de 1981, sobre información financiera de las entidades emisoras de títulos valores*, y señalaba que la Dirección General de Tesoro y Política Financiera habría de aprobar el folleto de emisión y señalar la fecha de lanzamiento de los pagarés.

Tácitamente, aquella orden reconocía la existencia de pagarés no seriados que, por este motivo, no estaban afectados por sus preceptos. Sin embargo, aquellos otros que, por emitirse en serie, se suponía iban dirigidos a captar el ahorro minorista, resultaron sometidos por primera vez a un marco regulatorio de carácter preventivo, que ponía de manifiesto la preocupación de las autoridades por la transparencia del mercado y la protección del ahorro.

No fue esa la única expresión de la atención despertada por el mercado de pagarés de empresa en las autoridades monetarias y financieras. Los informes anuales del Banco de España venían manifestando, desde 1982, los problemas que los procesos de innovación y desintermediación financieras ocasionaban a la instrumentación y desarrollo de la política monetaria tal y como estaba diseñada, provocando una «pérdida de la importancia relativa del grado de racionamiento del crédito como cauce de transmisión de efectos» (Banco de España, 1982, pág. 199).

Entre las causas que se barajaban como impulsoras del proceso estaba «la incidencia de los esquemas impositivos» (Banco de España, 1982, pág. 198), que, en el caso de los pagarés de empresa, era notoria, dada su forma de emisión a la orden y su colocación al descuento, lo que permitía aprovechar rentablemente ciertos huecos de la legislación fiscal. En la práctica, el problema consistía en la indeterminación de la naturaleza de sus rendimientos, pues, al emitirse con interés implícito, surgía la duda de su consideración, a efectos de la imposición directa, como rendimientos del capital mobiliario o como variaciones patrimoniales. Ello, a su vez, se traducía en la ausencia de retención fiscal a cuenta sobre dichos rendimientos y, en consecuencia, en la inoperancia de la función informativa que, para la Hacienda Pública, desempeña esa retención.

I.4. 1985. Shock fiscal y reforma de la legislación cambiaria

Hubo que esperar a 1985 para que la regulación impositiva se hiciera eco de esa anómala situación. Efectivamente, el 30 de mayo de 1985 se publicaba la *Ley 14/1985, de 29 de mayo, de régimen fiscal de determi -*

nados activos financieros, mediante la que se sometieron a retención fiscal a cuenta los rendimientos de los activos financieros emitidos al descuento, con excepción de los pagarés del Tesoro y, con un régimen singular, de los denominados *activos financieros con retención en origen (AFRO)*. Asimismo, en dicha ley se impuso la obligación de facilitar información con trascendencia fiscal a la administración tributaria. Esta fue la primera perturbación importante a que tuvo que hacer frente el mercado de pagarés de empresa, al desaparecer uno de sus principales atractivos. Tras un período de ajuste al nuevo marco fiscal, que se expresó en la contención de las emisiones durante 1985, la actividad del mercado se recuperó en 1986, año en el que los pagarés del Tesoro fueron reduciendo drásticamente sus tipos de interés, al abrigo del favorable tratamiento fiscal que les dispensó la ley de 1985. En estas circunstancias, el pagaré de empresa sustituyó a esos valores públicos en las carteras de los inversores no interesados en la opacidad fiscal, mostrando que, además de los factores tributarios, detrás de su demanda existía un substrato sólido de cobertura de auténticas necesidades financieras.

También en 1985 se promulgó otra ley de indudable trascendencia para el desarrollo del pagaré en cuanto a sus aspectos formales de título cambiario. En efecto, la *Ley 19/1985, de 16 de julio, cambiaria y del cheque*, alteró profundamente la regulación mercantil del pagaré, hasta el punto de producir una «auténtica recreación de dichos títulos, dotándolos de mayor simplicidad, menor fiscalidad e idéntica seguridad procesal que las letras de cambio» [Illescas (1986)].

Ese fue, por tanto, otro elemento dinamizador del mercado en la medida que toda simplificación documental, sin pérdida de garantías, es un factor que contribuye a disminuir el coste efectivo de las operaciones. Además, con la ley cambiaria de 1985 desaparece la vetusta necesidad del descuento bancario, lo que permite reducir los costes totales del emisor, o elevar la remuneración del inversor, al quedar eliminada la celebración del contrato correspondiente con sus gastos, comisiones y complicaciones administrativas.

I.5. 1986. Reuniones de Cercedilla

Posteriormente, a partir de 1986, ante el auge que iba adquiriendo este mercado (cuadro I.2), se celebraron una serie de encuentros —conocidos como reuniones de Cercedilla— promovidos por el Banco de España, a los que fueron invitados representantes de los principales emisores y de los intermediarios financieros más activos, incluida la Bolsa de valores. El motivo de la convocatoria era conocer los problemas que, en aquel momento, tenía planteados el mercado de pagarés de empresa, para lo que se intentó recabar la opinión de los agentes más destacados del mismo.

I.2. PAGARES DE EMPRESA. SALDOS

mm

	<i>En manos del público (a)</i>	<i>Total en circulación (a)</i>	<i>De principales emisores (b)</i>
1982	14,1	14,1	N/D
1983	96,1	96,1	N/D
1984	348,7	416,1	N/D
1985	386,3	422,9	N/D
1986	659,6	832,9	330,0
1987	256,7	427,9	309,4
1988	351,9	567,1	352,0
1989	574,0	815,9	652,5
1990	2.318,8	2.481,5	815,8
1991 (sep)	2.527,3	2.715,3	839,4

- (a) Series estimadas. En ambos casos las series están depuradas de transferencias de activos realizadas con pagarés de empresa. Entre 1982 y 1985, los datos se han obtenido de los informes anuales del Banco de España.
- (b) RENFE, ENDESA y TELEFONICA. INI, desde julio de 1987 y, desde enero de 1989, HISPAMER.

Los temas tratados se articularon en torno a cuatro cuestiones generales:

- a) Mercado primario.
- b) Garantías.
- c) Mercado secundario.
- d) Información estadística.

Entre otros extremos, de esa iniciativa surgió el compromiso de los intermediarios financieros de constituir un grupo de trabajo encargado de elaborar un borrador de *normas de autorregulación* para un funcionamiento correcto y ordenado del mercado. Como resultado de ello nació la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, constituida el 1 de julio de 1987 con el objeto de «promover toda suerte de iniciativas en beneficio de un mejor funcionamiento de los mercados de valores y activos financieros y monetarios de ámbito nacional e internacional...» (artículo 4º de sus estatutos).

I.6. 1987. La aparición de la letra del Tesoro

Se abrían, por consiguiente, unas perspectivas optimistas que se quebraron drásticamente en 1987. Este año fue pródigo en medidas que afectaron el normal desenvolvimiento del mercado. Por *Orden Ministerial de 3/3/87* se liberalizaron los tipos de interés de las entidades de depósito; en otra *Orden Ministerial de 11/6/87* se crearon las letras del Tesoro;

la *Orden Ministerial de 30/7/87* elevó el tipo de interés mínimo para el cálculo de la retención a cuenta a practicar sobre los rendimientos de los activos financieros con retención en origen, entre los que se encontraban algunos pagarés de empresa, desde el 8,5 % hasta el 15 % y, ya en diciembre, la *Ley de Presupuestos de 1988* elevó del 45 % al 55 % la retención fiscal sobre aquellos rendimientos.

Con todo, el factor que más repercutió en el mercado de pagarés de empresa en 1987 fue el lanzamiento de las letras del Tesoro que, cubriendo el hueco que habían dejado los pagarés del Tesoro y ofreciendo unas altas rentabilidades para su introducción en el mercado, provocó la expulsión de los pagarés de empresa (cuadro I.2), incapaces de competir con el nuevo activo público, que, además de sus características financieras, ofrecía a sus tenedores el disfrute de la no sujeción de sus rendimientos a retención fiscal. La primera subasta de letras se celebró en junio de 1987 y se cerró con un tipo de interés marginal del 15,5 %, casi dos puntos superior al de los pagarés de empresa contemporáneos. Las emisiones posteriores se saldaron con reducciones paulatinas en las rentabilidades, hasta situarse, ya en el otoño de ese año, en niveles más ajustados a las condiciones del mercado, con lo que el mercado de pagarés de empresa recuperó un cierto pulso [Chuliá (1988)].

I.7. 1989. Controles al crecimiento del crédito bancario

A partir de entonces el mercado de pagarés entró en una fase de estabilidad, rota con la restricción al crédito de 1989, que se vino a añadir al depósito previo no remunerado sobre el aumento del endeudamiento privado en el exterior [Chuliá (1990)]. Aquella medida supuso una nueva convulsión para el mercado, que, a diferencia de las experiencias anteriores, operó como impulsor del mismo. Este efecto lateral de la limitación crediticia se produjo porque, al racionarse y encarecerse el endeudamiento bancario, se estimuló el desarrollo de canales alternativos de financiación. El que fuesen los pagarés de empresa los receptores de los desplazamientos registrados en la oferta y en la demanda de recursos prestables cabe atribuirlo a que no eran instrumentos nuevos en el sistema financiero español, a que no existían experiencias de impagos graves y generalizados y a que se emitían a corto plazo y, por tanto, eran idóneos para captar financiación y movilizar el ahorro en un período de gran incertidumbre y de elevados tipos de interés. Además, el diferencial de tipos de interés entre el depósito interbancario y la letra del Tesoro fue lo suficientemente amplio como para favorecer la expansión del mercado de pagarés. Como más adelante se comentará, las emisiones de pagarés de empresa son sensibles al tamaño de ese diferencial, de modo que tienden a aumentar cuando el diferencial se abre y a deprimirse cuando éste se cierra.

Con el levantamiento de las restricciones en 1991, los mercados financieros han recuperado un ritmo más ordenado, sin que, sin embargo, se haya producido una postergación de los pagarés de empresa, al menos hasta el momento. Por tanto, parece haberse puesto de relieve que este mercado se ha hecho un hueco en el sistema financiero español, que, de no sobrevenir acontecimientos negativos de importancia, debería consolidarse en el futuro. En este sentido apuntan elementos tales como su mayor estructuración institucional, los avances registrados en su profundidad y amplitud y la extensa difusión de las ventajas que proporciona a los diversos participantes en el mismo.

II

REGULACION Y ASPECTOS FORMALES

No existe en el sistema jurídico español una regulación específica del pagaré de empresa ni de su mercado. El régimen jurídico-mercantil que le es de aplicación es, en lo fundamental, común al de otros instrumentos preexistentes. Su régimen fiscal es el general de todos los activos financieros privados. Por lo que respecta a la regulación del mercado de pagarés, lo principal se contiene en la legislación vigente sobre el mercado de valores y, en lo relativo a las transacciones con no residentes, en la normativa reguladora de las inversiones extranjeras en España y de la captación de préstamos financieros en el exterior.

II.1. Regulación jurídico-mercantil

La cuestión de la naturaleza jurídica del pagaré no es un asunto cerrado sino que, por el contrario, está en el centro de un debate abierto entre los juristas que la regulación positiva del derecho español no ha resuelto hasta la fecha. En esta controversia la discusión se concentra en torno a dos concepciones. Por un lado están los que consideran que el pagaré de empresa, a pesar de su denominación, es una especie singular de «obligación» que forma parte de la categoría jurídica de los valores mobiliarios, aun cuando, en ocasiones, su emisión se produzca de forma aislada y no «en masa» como suele ser habitual. En el polo opuesto de la polémica están aquellos que, considerándolo efecto de comercio, defienden el carácter cambiario del pagaré y, consecuentemente, la aplicabilidad de la regulación contenida en la ley cambiaria y del cheque de 1985 —excepto si se emiten al portador (artículo 94.5 de dicha ley), en cuyo caso sería de aplicación el Código de Comercio (artículo 544)—.

Por tanto, el debate concreto que se ha suscitado en torno al pagaré es el de su calificación como efecto de comercio o como valor mobiliario. En el primer caso, se le atribuiría el régimen del pagaré cambiario, mientras que, en el segundo, sería de aplicación el régimen de las obligaciones [Sacristán (1990)]. No es lo mismo la emisión aislada de un pagaré para su entrega en contrapartida por la compra de bienes o de servicios, que la puesta en circulación, masiva o aisladamente, de instrumentos de captación de financiación ajena no vinculados a transacción comercial alguna, se llamen o no pagarés. Estos son los elementos fundamentales de la controversia desatada sobre la naturaleza jurídica del pagaré, que, hasta el momento, no parece encontrar una solución generalmente aceptada.

En todo caso, ambos documentos cumplen una función financiera semejante al constituirse en vehículos para la obtención de financiación, ya sea de un proveedor de bienes y servicios, al que se le aplazan los pagos, o apelando al mercado financiero. En la actualidad es este segundo tipo de instrumento el que, en la práctica cotidiana del mercado, se conoce como pagaré de empresa o pagaré financiero.

Ese *efecto jurídico de la innovación financiera*, consistente en la dificultad para precisar cuál es la normativa que mejor conviene al pagaré de empresa, es consecuencia, en este caso, de la denominación del instrumento, pues bajo el rótulo de «pagaré» se pueden encontrar en el ordenamiento y praxis españoles al menos tres documentos distintos: el pagaré de cuenta corriente —documento similar al tradicional cheque de cuenta corriente—, el pagaré cambiario puro —derivado de una transacción comercial— y el pagaré financiero —instrumento de endeudamiento en los mercados de valores—. A pesar de la unicidad de denominaciones, la naturaleza de la operación que da lugar al nacimiento de cada uno de estos documentos es diferente y, por ello, también es diverso el contenido de derechos y obligaciones y el régimen jurídico aplicable en cada caso.

De todos modos, hay que señalar que, en la práctica, las emisiones de pagarés de empresa no se sujetan a lo preceptuado en la legislación mercantil para la emisión de obligaciones, por lo que difícilmente podrían equipararse con una especie singular de obligaciones. Por poner un ejemplo, aunque no es el único caso, en la emisión de los pagarés no se está a lo ordenado en el *artículo 283 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989*, en cuya redacción se establece, como *condición necesaria para la emisión de obligaciones*, la obligatoria constitución de una asociación de defensa o sindicato de obligacionistas y la designación de un comisario representante de los futuros obligacionistas en la firma del otorgamiento del contrato de emisión.

Comoquiera que este trabajo no tiene un contenido jurídico, no se va a participar en esa polémica. Sin embargo, conocer su existencia y los

términos en que está planteada resulta de utilidad, al menos como marco de referencia, dado que la aplicación de uno u otro régimen jurídico puede tener consecuencias significativas para la circulación de los valores, para la consideración fiscal que puedan tener los pagarés, para la protección jurídica del inversor, para la responsabilidad del emisor y de los participantes en la operación, para la mayor o menor complejidad —y coste— de su puesta en circulación, para decidir cuál es el órgano administrativo encargado de la supervisión e inspección, etc.

Los pagarés pueden extenderse «*nominativamente o a la orden*» (artículo 94.5 de la Ley cambiaria y del cheque) y «*al portador*» (artículo 544 del Código de Comercio). En el momento actual, los pagarés de empresa se emiten, mayoritariamente, «al portador», debido a las evidentes ventajas que conlleva a efectos de su transmisibilidad. Sin embargo, esta fórmula matiza la ejecutividad del pagaré, dado que, a tenor de la redacción del referido artículo 544 del Código de Comercio, «los pagarés emitidos al portador llevan aparejada ejecución desde el día de su vencimiento, pero con el requisito del previo reconocimiento de la firma del responsable a su pago». En su virtud, las garantías efectivas del inversor en pagarés podrían menoscabarse por verse dificultado el ejercicio de su derecho de crédito.

II.2. Marco fiscal

Siguiendo a Colmenar (1985), el régimen tributario de los pagarés de empresa debe ser examinado desde una doble perspectiva: la del tratamiento de la operación de crédito en sí y de las evoluciones del título en su corriente circulatoria (imposición indirecta) y la correspondiente a la rentabilidad que obtiene el inversor (imposición directa).

Con respecto a la imposición indirecta, la ley de 1985 introdujo modificaciones en el régimen de los pagarés emitidos en serie con plazo de vencimiento no superior a 18 meses. Así, tanto en la emisión como en las transmisiones posteriores, se estableció la exención en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales, pero se sujetó a gravamen por actos jurídicos documentados, en el momento de la emisión, al tipo del tres por mil sobre el valor nominal.

Por tanto, los pagarés no emitidos en serie o emitidos en serie pero a plazo superior a 18 meses quedaban, en la referida ley, sometidos a la regulación anterior: 1) *en la emisión*, el 1 % del nominal suscrito por el impuesto sobre transmisiones patrimoniales; 2) *en las transmisiones posteriores a la emisión*, el 2 % sobre el nominal, si la transmisión se hacía sin intervención de fedatario público, o el importe resultante de la aplicación de una escala (timbre móvil) cuyo tipo medio era del 0,11 %, si la

transacción tenía lugar con intervención de fedatario público que, obviamente, cobraba el arancel correspondiente a su intervención, y 3) *en la amortización*, el 0,5 % sobre el valor nominal por actos jurídicos documentados.

La Ley del mercado de valores de 1988 estableció, en su artículo 108, que la transmisión de algunos valores, entre los que se encuentran los pagarés, estará exenta del impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados y del impuesto sobre el valor añadido. Además, dicha ley incluye un anexo, desarrollando el artículo 24, con una tarifa de tasas que, desde el 1 de enero de 1990, implica el pago del 0,35 por 1.000 del valor nominal de las emisiones que se registran en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En la práctica, el importe a pagar por el registro difiere en función de la modalidad de registro. En efecto, cuando se registra una línea de pagarés con indicación del importe bruto máximo que se va a emitir, éste es el importe sobre el que se aplica la tasa. Sin embargo, si se registra un saldo vivo máximo, éste constituye la base de cálculo, por lo que este segundo procedimiento es menos costoso para el emisor.

Con respecto a la imposición directa, la Ley de 1985 introdujo dos novedades fundamentales: 1) considerar como rendimientos del capital mobiliario, a efectos de su integración en la base imponible del inversor, la diferencia entre el importe satisfecho en la adquisición y el obtenido en la venta o en la amortización en las operaciones financieras con rendimiento implícito, y 2) coherentemente con lo anterior, someter dichos rendimientos a retención a cuenta en el momento en que resultasen exigibles por el perceptor. Adicionalmente, dicha ley recogió en su articulado el supuesto especial de retención única en origen sobre los rendimientos de ciertos activos financieros emitidos al descuento (*AFRO*). Estos valores soportaban una retención del 45 % (posteriormente elevada al 55 %) en el momento de su primera colocación. Dicha retención se practica sobre el tipo de mercado, aunque existe un rendimiento mínimo para practicar la retención, determinado anualmente por el Ministerio de Economía y Hacienda para evitar conductas «en fraude de ley». Hay que apuntar que, en el marco de las medidas de regularización fiscal incorporadas al *nuevo impuesto sobre la renta de las personas físicas (Ley 18/1991, de 6 de junio)*, esos activos financieros opacos están llamados a desaparecer.

Por último, recordar que en el marco del proceso de armonización fiscal europea, el *Real Decreto Ley 5/1990 de 20 de diciembre, de medidas fiscales urgentes* y la *Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991*, han modificado aquel régimen fiscal general con respecto a los no residentes. En efecto, a partir de la publicación de ambas normas, «los intereses e incrementos de patrimonio de-

rivados de bienes muebles no se consideran obtenidos o producidos en España cuando el perceptor sea persona o entidad, no sujeta por obligación personal de contribuir, que tenga su residencia en algún estado miembro de la Comunidad Europea y no opere a través de establecimiento permanente en España», por lo que dichos inversores no sopor- tan retención alguna sobre tales rendimientos.

II.3. Ley del mercado de valores de 1988

Esta ley no dedica una regulación especial al mercado de pagarés de empresa, dado que su objeto es regular los mercados primarios y secundarios de valores en general, quedando comprendidos en su ámbito los «*valores negociables agrupados en emisiones*». Con esta sola mención, podría sobrevenir la cuestión, ya apuntada anteriormente al describir la polémica abierta sobre la naturaleza jurídica del pagaré, de si los pagarés de empresa entran o no en el ámbito de esta ley. Sin embargo, la propia norma se encarga de despejar dicha duda cuando, en su apartado preliminar de introducción, reconoce la dificultad de definir escuetamente el concepto de valores negociables y lo disocia de la fórmula jurídica concreta de instrumentación, lo que permite considerar como valores negociables a «instrumentos tales como las letras de cambio, los pagarés, ...».

En virtud de ello, el mercado de los pagarés de empresa que se emitan agrupados en emisiones queda sometido al cumplimiento de los siguientes requisitos principales:

- a) Los pagarés se pueden representar por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta (artículo 5).
- b) La supervisión e inspección del mercado corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (artículo 13).
- c) La emisión no requiere autorización administrativa previa (principio general de libertad de emisión), excepto cuando, por reunir determinados requisitos previstos en la propia ley, así lo determine el Ministro de Economía y Hacienda. Además de otros requisitos, figura el de ser emitidos con rendimiento implícito, fórmula habitual de emisión de los pagarés de empresa, y con plazo de vencimiento superior a 18 meses (artículo 25 de la ley, desarrollado por *Orden Ministerial de 14-11-89*), en cuyo caso la preceptiva autorización corresponde a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- d) Su emisión está sujeta al cumplimiento de los requisitos previos del artículo 26, que, con algunas excepciones para casos con-

cretos (artículo 30), son los siguientes: comunicación previa del proyecto de emisión y publicidad, registro del folleto informativo de la emisión proyectada, con una vigencia limitada a un año, y existencia previa de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor.

Existen dos opciones de registro de programas de pagarés (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 1991): *a)* Opción importe máximo a emitir, en cuyo caso éste será el límite de emisión bruta, en valores nominales, durante el año de vigencia del folleto, y *b)* opción saldo vivo máximo, sin limitación del volumen nominal de colocaciones brutas, puesto que el techo se establece en términos del valor nominal en circulación.

II.4. Control de movimientos de capital con el exterior

La promulgación del *Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior* y de la *Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 27 de diciembre de 1991* que lo desarrolla, que han venido a liberalizar plenamente los movimientos de capital con otros países, ha modificado sustancialmente la situación anterior.

Con anterioridad a la nueva normativa, y por *Orden del Ministerio de Economía de 4 de febrero de 1990* (artículo 7), la adquisición por no residentes, en un mercado no bursátil, de letras, pagarés y otros efectos de comercio, ..., tenía la consideración de «otras formas de inversión» a los efectos de aplicación del *Reglamento de Inversiones Extranjeras en España (Real Decreto 2077/1986, de 25 de septiembre)*, que exigía autorización administrativa previa para realizar ese tipo de inversiones (artículo 15). A esos efectos, la competencia correspondía a la Dirección General de Transacciones Exteriores (artículo 23).

Adicionalmente, según la *circular 6/1988, de 10 de junio, del Banco de España*, que modificó parcialmente la circular 6/1987, de 13 de marzo, estaba liberalizada la concertación de préstamos financieros exteriores, en divisas, pesetas convertibles o ECU siempre que su vida media ponderada fuese, como mínimo, de 3 años y que su equivalente en pesetas no fuera superior a 1.500 millones de pesetas. En otro caso, tales préstamos, cuya naturaleza es independiente de la forma de instrumentación concreta de la operación, quedaban sometidos a autorización administrativa previa del Banco de España.

Por tanto, las emisiones de pagarés de empresa que pudieran implicar movimientos de capital con el exterior estaban sometidas a autorización previa en dos casos: *a)* cuando la emisión se hiciera en el exterior (préstamo financiero) quedaba sometida a autorización previa del Banco de España en los supuestos contemplados en la circular 6/1988, y *b)*

cuando se tratase de una emisión en el interior adquirida por no residentes en mercado no bursátil, la adquisición debía ser objeto de autorización previa por parte de la Dirección General de Transacciones Exteriores.

En el ámbito bursátil, la liberalización ha implicado la desaparición de un supuesto de segmentación administrativa que discriminaba negativamente a los mercados no bursátiles. En efecto, el flamante nuevo modelo de contratación bursátil de valores de renta fija, regulado por la *circular 6/91 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, S.A.*, disfrutaba de las ventajas que le proporcionaba la regulación de control de cambios, pues, siempre que proporcionase la suficiente liquidez a los valores negociados y no supusiese un coste excesivo, la demanda de pagarés por parte de no residentes tendería a canalizarse, en cierta medida, a través del mismo, ya que, a igualdad de todo lo demás, ello implicaba la no necesidad de autorización previa (*Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 4 de febrero de 1990*).

A partir del 1 de febrero de 1992, fecha de entrada en vigor del nuevo paquete normativo liberalizador, desaparece la necesidad de autorización previa en los casos señalados. Sólo subsiste la cautela del *artículo 3.2 del referido Real Decreto*, que establece que «en caso de que movimientos de capitales a corto plazo excepcionalmente amplios provoquen fuertes tensiones en el mercado de cambios y originen perturbaciones graves en la dirección de la política monetaria y de cambios española, el Gobierno (...) podrá adoptar las medidas de salvaguardia que resulten necesarias, sometiendo a un régimen de autorización administrativa determinados tipos de transacciones». Por último, en virtud de la *circular del Banco de España 2/1992, de 15 de enero*, que deroga las anteriores 6/1987 y 6/1988, debe facilitarse información al Banco de España de las «operaciones que se materialicen en la adquisición por no residentes de pagarés emitidos por residentes que no estén negociados en Bolsa o en mercados organizados».

III

COMPARACION CON OTROS MERCADOS

Con el fin de valorar la importancia relativa del mercado español de pagarés de empresa, en este capítulo se va a mostrar una sucinta comparación de los recursos financieros que moviliza con los de otros mercados nacionales.

El tamaño relativo del mercado nacional de pagarés se va a considerar desde el doble punto de vista de la oferta, es decir, de las diversas fuentes de endeudamiento accesibles a las empresas no financieras, y de la demanda, o sea, de las diversas colocaciones de cartera alternativas disponibles para el inversor.

En cuanto al contexto internacional, señalar que el mercado español de pagarés de empresa se encuentra en un nivel de desarrollo superior al de otros mercados europeos, pero sin alcanzar los niveles del «commercial paper» americano. Por otro lado, cabe apuntar que, a semejanza del mercado norteamericano, el español tuvo un nacimiento espontáneo, aspecto éste que le diferencia de otros mercados europeos como el francés, nacido el 18 de diciembre de 1985 en el marco de la construcción de un mercado unificado de capitales, y el inglés, que fue autorizado en 29 de abril de 1986 mediante modificación de la ley bancaria (1).

III.1. Fuentes alternativas de financiación

Desde el punto de vista del emisor de pagarés de empresa, las fuentes alternativas de apelación al endeudamiento ajeno son, básicamente,

(1) Una comparación internacional amplia y detallada puede encontrarse en el trabajo de Campoy citado en la bibliografía.

el crédito bancario, particularmente a interés variable, el mercado de valores de renta fija y, en cierta medida, el crédito interempresarial. La importancia relativa de cada una de ellas se muestra en el cuadro III.1.

En el caso particular de los pagarés de empresa, los dos impactos negativos de 1985 y 1987 quedan bien reflejados en las cifras del cuadro, que, en consecuencia, son las más bajas del período. En el extremo opuesto se encuentra el guarismo del año 1990, en el que un 5,9 % del endeudamiento total en los mercados considerados se obtuvo mediante la puesta en circulación de pagarés de empresa.

En el promedio del período, la magnitud relativa del saldo de pagarés se situó en el 2,3 %. El predominio ostentó el crédito concedido por el sistema crediticio. En segundo lugar, por orden de importancia cuantitativa, se halla el crédito interempresarial, a través del cual las empresas no financieras han captado, en media, un 35,4 % de la financiación proporcionada por los mercados recogidos en el cuadro. Por último, los mercados de valores de renta fija han venido perdiendo peso, en términos absolutos, en las decisiones de financiación de las empresas, particularmente en la segunda mitad de la década de los ochenta.

Por consiguiente, aparte de la presión competitiva que los pagarés de empresa han ejercido sobre el crédito bancario, parecen haber sido los mercados de valores de renta fija los más fuertemente afectados por su crecimiento. No obstante, el sentido de la relación de causación no está tan claro como parece desprenderse de la anterior aseveración. El motivo de ello reside en que, por un lado, 1986 fue el último año en el que se podía aplicar la deducción fiscal por inversiones en la adquisición de valores de renta fija y, por otro, de acuerdo con la opinión de algunos operadores de los mercados financieros, el desarrollo de los pagarés de empresa podría haberse visto beneficiado de la inoperancia práctica de los mercados de valores de renta fija a medio y largo plazo.

En suma, a pesar de los altibajos, la significación de los pagarés de empresa en el endeudamiento de las empresas no financieras españolas ha sido, en promedio, significativa y, sobre todo, con una orientación al alza.

III.2. Fuentes alternativas de colocación

Desde la perspectiva de las decisiones de cartera del público, los pagarés de empresa son instrumentos sustitutivos de una amplia gama de pasivos bancarios y de valores a corto plazo emitidos por las administraciones públicas, en tanto que son activos financieros en los que se materializan las posiciones más líquidas y rentables del espectro de sus colocaciones financieras.

III.1. EMPRESAS NO FINANCIERAS
Pasivos financieros. Saldos a fin de año

	<i>Crédito de instituciones de crédito</i>		<i>Obligaciones</i>		<i>Pagarés de empresa (a)</i>		<i>Crédito interempresarial (b)</i>		<i>TOTAL mm</i>
	<i>mm</i>	<i>% s/total</i>	<i>mm</i>	<i>% s/total</i>	<i>mm</i>	<i>% s/total</i>	<i>mm</i>	<i>% s/total</i>	
1984	10.677,8	47,9	1.817,1	8,1	416,1	1,9	9.396,5	42,1	22.307,5
1985	11.625,7	48,8	2.031,7	8,5	422,9	1,8	9.766,1	41,0	23.846,4
1986	12.498,7	48,0	2.297,2	8,8	832,9	3,2	10.425,4	40,0	26.054,2
1987	13.968,2	49,6	2.193,2	7,8	427,9	1,5	11.590,0	41,1	28.179,3
1988	15.813,0	51,6	2.147,9	7,0	567,1	1,8	12.144,8	39,6	30.672,8
1989	19.103,3	52,2	2.004,2	5,5	815,9	2,2	14.673,0	40,1	36.596,4
1990	21.354,8	50,4	2.004,6	4,7	2.481,5	5,9	16.561,2	39,1	42.402,1
1991 (II TR)	23.212,9	**	2.169,9	**	2.766,6	**	N/D	**	28.149,4
Media (hasta 1990)		43,5		6,3		2,3		35,4	

Fuentes: Banco de España, Cuentas financieras de la economía española (1981-1990), y elaboración propia.

(a) Ajustado de transferencias de activos con pagarés de empresa. Entre 1982 y 1985 los datos proceden de los informes anuales del Banco de España.

(b) Contraído frente a empresas no financieras y familias.

(**) Dato no significativo.

III.2. EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS
Activos líquidos y pagarés de empresa. Saldos

	<i>Activos líquidos en manos del público</i>		<i>Disponibilidades líquidas</i>		<i>Pagarés y letras del Tesoro en firme</i>		<i>Otros ALP</i>		<i>Pagarés de empresa (a)</i>	
	<i>mm</i>	<i>% s/ALP+ Pagarés de empresa</i>	<i>mm</i>	<i>% s/ALP+ Pagarés de empresa</i>	<i>mm</i>	<i>% s/ALP+ Pagarés de empresa</i>	<i>mm</i>	<i>% s/ALP+ Pagarés de empresa</i>	<i>mm</i>	<i>% s/ALP+ Pagarés de empresa</i>
1982	17.558,2	99,9	16.603,0	94,5	63,5	0,4	891,7	5,1	14,1	0,1
1983	20.369,5	99,5	18.738,6	91,6	406,3	2,0	1.224,6	6,0	96,1	0,5
1984	23.089,9	98,5	20.985,7	89,5	390,0	1,7	1.714,2	7,3	348,7	1,5
1985	26.079,8	98,5	22.135,4	83,6	685,7	2,6	3.258,7	12,3	386,3	1,5
1986	29.367,5	97,8	23.000,9	76,6	959,5	3,2	5.407,1	18,0	659,6	2,2
1987	33.552,9	99,2	24.780,7	73,3	1.216,7	3,6	7.555,5	22,3	256,7	0,8
1988	37.354,0	99,1	27.343,2	72,5	981,7	2,6	9.029,1	23,9	351,9	0,9
1989	41.464,9	98,6	30.344,3	72,2	1.666,0	4,0	9.454,6	22,5	574,0	1,4
1990	46.376,5	95,2	34.818,2	71,5	2.132,6	4,4	9.425,7	19,4	2.318,8	4,8
1991 (AGO)	49.518,5	95,0	37.676,8	72,3	2.445,7	4,7	9.396,0	18,0	2.594,7	5,0

Fuente: Banco de España.

(a) Entre 1982 y 1985 los datos proceden de los informes anuales del Banco de España.

En el cuadro III.2 se presentan los saldos a fin de año mantenidos por las empresas no financieras y familias en instrumentos incluidos en la definición de un agregado amplio de liquidez —ALP—, en algunos de sus componentes y en pagarés de empresa. En el mismo se observa que, salvado el profundo bache que supuso la aparición de la letra del Tesoro en 1987, los pagarés de empresa registran una participación relativa creciente en el total de las posiciones líquidas. En particular, se comprueba el salto que experimenta la serie en 1990, como consecuencia de la restricción crediticia, alcanzando un nivel que se mantiene en 1991.

Evoluciones descendentes se observan en los pasivos bancarios y, más acentuadamente, en las disponibilidades líquidas. Este último agregado ha venido perdiendo importancia relativa en las colocaciones líquidas como consecuencia de que en su composición se incluyen una serie de pasivos bancarios tradicionales que, en el contexto de innovación financiera, han ido perdiendo atractivo en la materialización de los saldos líquidos.

En el cuadro se aprecia que, desde 1990, la importancia relativa de los pagarés de empresa se ha situado por encima de la correspondiente a los valores públicos más directamente sustitutivos de los mismos: pagarés del Tesoro y, a partir de 1987, letras del Tesoro adquiridas en firme.

IV

MERCADO PRIMARIO

IV.1. Operativa

El mercado primario de pagarés de empresa ha experimentado una amplia transformación a lo largo de su existencia. En sus inicios, la emisión primaria de pagarés podía tener lugar en bolsa o fuera de ella, aunque la mayoría de los primeros pagarés financieros fueron bursátiles. Estos se extendían «a la orden» y se endosaban en blanco a un banco que, posteriormente, los subastaba en la bolsa. Como ahora, estos pagarés se emitían al descuento, por lo que los intereses que devengaban no estaban sometidos a retención a cuenta por los impuestos sobre la renta de las personas físicas y sobre sociedades, situación corregida en 1985.

La negociación bursátil de pagarés estaba sometida a dos conjuntos de normas. Unas, reguladoras de las *operaciones a vencimiento*, y otras, de las *operaciones con pacto de retrocesión*. En la operativa bursátil, los emisores no tenían acceso directo al mercado sino que las emisiones debían canalizarse a través de un banco o caja de ahorros que actuaba como *agente*. La relación entre éste y el emisor daba lugar a la celebración de tres contratos. Uno *de crédito subsidiario* que, además de respaldar la liquidez de los pagarés al vencimiento, proporcionaba al emisor la opción de sustituir la financiación vía pagarés por el crédito subsidiario correspondiente conforme vencían aquéllos; otro *de mandato de emisión* y un tercero *de compromiso de descuento*. Por su parte, el «agente» debía suscribir con la Junta Sindical un *contrato de admisión* como entidad partícipe en el mercado de pagarés de empresa organizado por la bolsa.

Los pagarés, de acuerdo con el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, debían estar timbrados y su negociación en bolsa exigía la intervención de agente fedatario público. Es-

tos pagarés negociados en bolsa se depositaban en la Junta Sindical, que, en contrapartida, emitía unos resguardos acreditativos para el titular. Las subastas se realizaban en días concretos de la semana (al principio los miércoles y los viernes a las 11,25 horas y, posteriormente, a diario), no teniendo lugar el movimiento físico de los títulos, dado que funcionaba un sistema de referencias técnicas.

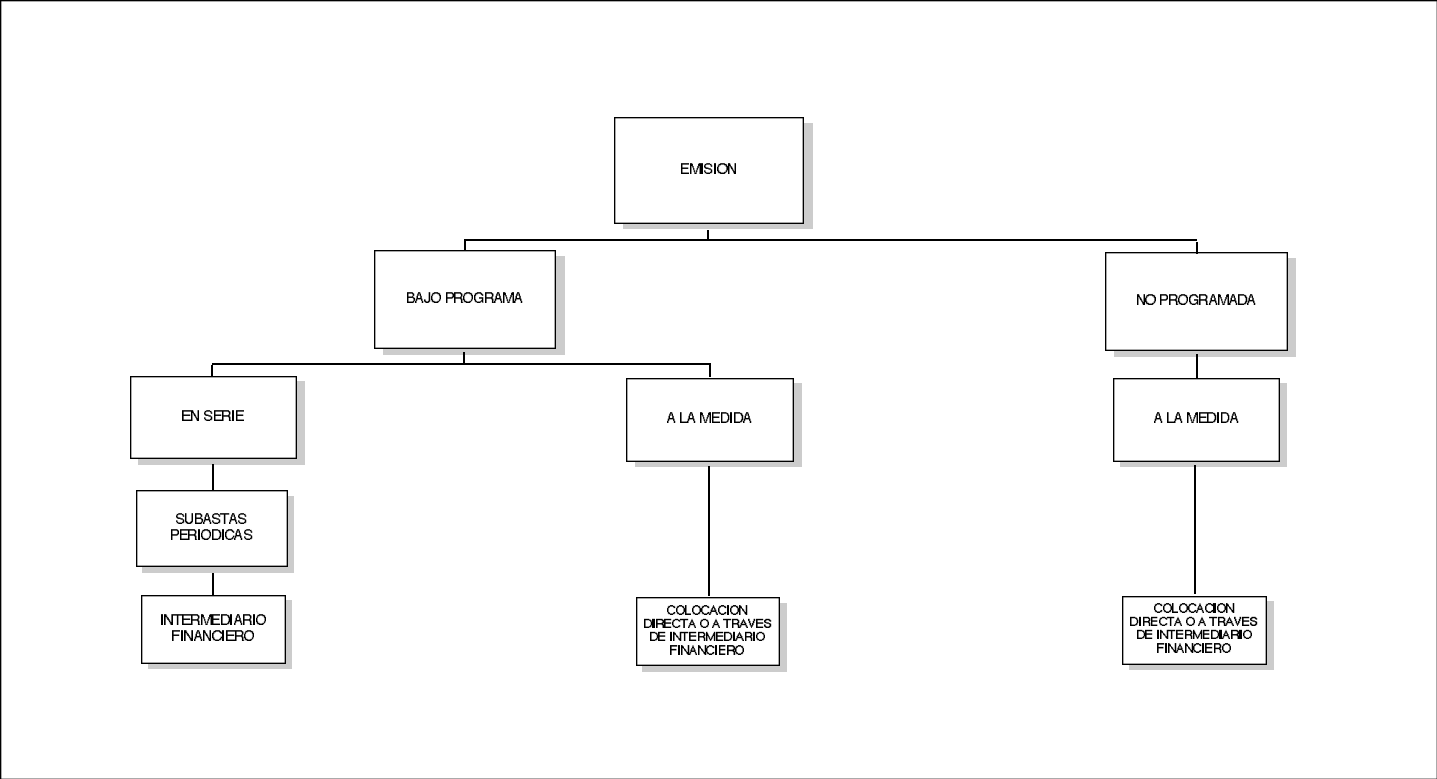
Ya desvinculado de la bolsa de valores y una vez establecido el principio de libertad de emisión en la Ley del mercado de valores, si bien no con carácter general, el mercado primario de pagarés de empresa actual se articula en torno a un número relativamente reducido de procedimientos de puesta en circulación (esquema IV.1). La emisión de pagarés de empresa puede ser *programada* o *no programada*. Un programa de pagarés constituye la expresión de la voluntad de la sociedad emisora de poner en circulación pagarés de empresa con sujeción a unas condiciones previamente diseñadas. Entre estas condiciones suelen figurar el importe total que se proyecta emitir, la duración máxima de vigencia del programa, la periodicidad o calendario de emisiones, los plazos en origen a los que se pretenden colocar los valores, etc., así como la elección de la modalidad de emisión: *en serie numerada* o *a la medida*. En el primer caso, las características principales de la emisión las establece el emisor ex-ante, mientras que en el segundo la flexibilidad es mayor, de modo que, dentro de los márgenes impuestos en el programa diseñado, la emisión de los pagarés se adapta a los requerimientos del inversor, fundamentalmente en lo relativo a plazos e importes nominales unitarios.

Las emisiones no sujetas a programa previo se traducen en emisiones aisladas de pagarés a la medida. Este tipo de modalidad, ciertamente peculiar, presupone la existencia de una intención previa del emisor de endeudarse, pero sin imposición, a priori, de ningún tipo de restricción a las características de los valores, de modo que se adaptan versátilmente a las preferencias de la demanda, por lo que suelen carecer de los elementos de estandarización que incluyen las emisiones programadas.

La colocación de pagarés puede tener lugar mediante celebración de *subastas competitivas* o a través de *colocaciones privadas*. En el primer caso, tras el anuncio previo por el emisor del importe nominal ofertado y la recepción de las pujas, éste establece el volumen bruto de cada emisión. Por otro lado, las colocaciones privadas de pagarés a la medida pueden tener lugar con participación de intermediario financiero, que canaliza la demanda, o sin ella. En este segundo caso se establece un contacto directo entre inversor y emisor que acuerdan volumen, plazo y tipo de interés.

La celebración de subastas puede hacerse con intervención de un *Agente de subastas*, típicamente un banco, o sin él. En este caso, las

**ESQUEMA IV.1
PAGARES DE EMPRESA. MODALIDADES DE EMISION**



funciones habitualmente desempeñadas por el Agente de subastas son asumidas directamente por el emisor, lo que implica que éste dispone de la capacidad operativa, los medios técnicos y la escala suficientes para organizar con eficacia la subasta. Lo más habitual es, por tanto, la celebración de un contrato entre el emisor y una entidad financiera para la organización y el desarrollo de las subastas.

El Banco Agente, director de la emisión, es una entidad seleccionada por el emisor con el que suscribe un *Contrato de Agencia*, en el que se regulan los compromisos de ambas partes y el desarrollo del programa. Las comisiones de agencia suelen ser muy reducidas, fenómeno al que no es ajeno el tamaño de los emisores. Así, el banco agente no persigue un objetivo de rentabilidad directa en estas operaciones, sino que pretende captar (o no perder) a los emisores de pagarés —por lo común clientes importantes— que, en otro caso, se podrían ir a «la competencia», perdiéndose el negocio que, globalmente, ese cliente genere al banco.

El Banco Agente presenta al emisor una lista con las entidades financieras dispuestas a colaborar en las subastas, con el fin de que el emisor elija, de entre ellas, las que estime convenientes. El conjunto de estas entidades se conoce como *Tenderpanel* y su cometido fundamental consiste en acudir regularmente a las subastas que se convoquen y cubrir las emisiones. Las relaciones que se establecen entre estas entidades y el emisor se suelen dotar de una cierta estabilidad.

Es relativamente frecuente que el Banco Agente actúe, en la práctica, como asesor del emisor sobre determinados extremos que permitan dar fluidez a la celebración de las subastas y optimizar el desenlace final de las mismas. Así, aquél puede aconsejar sobre la estructura más recomendable de los plazos de vencimiento de cada emisión para que, por ejemplo, no se utilicen plazos no habituales o para que no se establezca una competencia absurda entre los diferentes plazos de salida de un mismo emisor; también sobre las fechas y periodicidad de celebración de las subastas, de modo que no se presenten situaciones de concentración de ofertas de varios emisores en un mismo día; sobre el establecimiento de una cierta regularidad en las salidas al mercado, con el fin de familiarizar a los diversos agentes participantes con una determinada frecuencia de apelación al mercado por los emisores, crear ciertas rutinas útiles para el trabajo de los operadores y para aumentar la eficiencia de los trabajos administrativos de tipo repetitivo, etc.

Por tanto, el Banco Agente desarrolla una actividad de alto valor añadido al incorporar su experiencia, organización, especialización, saber hacer, etc., de modo que el emisor no tenga que ocuparse de una serie de tareas que, de realizarlas directamente, absorberían buena parte de los recursos de su departamento financiero.

En ocasiones, junto al Banco Agente aparecen otras figuras cuya presencia no siempre está bien justificada y a las que se da entrada en el proceso, normalmente, por sugerencia del emisor. Esta circunstancia, poco corriente, se da más a menudo en las subastas de las corporaciones locales y de los entes autonómicos. Incluyendo esas figuras, la estructura institucional de las subastas de pagarés de empresa consta de los siguientes elementos:

- Agente de subastas
- Agente de pagos
- Agente domiciliatario, que es el depositario de los títulos físicos.
- Agente interventor, que es el encargado de velar por la «limpieza» de la subasta.

Las demandas que se presentan en las subastas de pagarés de empresa son todas competitivas, no existiendo la posibilidad de acudir a un segundo tramo de pujas no competitivas como en las emisiones de letras del Tesoro abiertas al público. Las pujas se presentan por las entidades colaboradoras, por cuenta propia o por cuenta ajena, en el domicilio del Banco Agente y suelen ir muy ajustadas a los tipos de interés del mercado interbancario de depósitos, tanto por debajo (*MIBOR-*) como, dependiendo del momento coyuntural, por encima (*MIBOR+*). Ordenadas todas las pujas, el emisor recibe un listado para tomar su decisión y «cortar» por donde estime oportuno en función de sus necesidades inmediatas de recursos y del coste de las fuentes de financiación alternativas, siguiendo muy de cerca la evolución del mercado interbancario de depósitos.

Después, mediando los días habituales, que no suelen exceder de una semana, el emisor entrega los pagarés físicos al Banco Agente para su depósito o para su entrega a los suscriptores que así lo deseen, y las entidades colaboradoras abonan al emisor los fondos correspondientes a sus suscripciones respectivas.

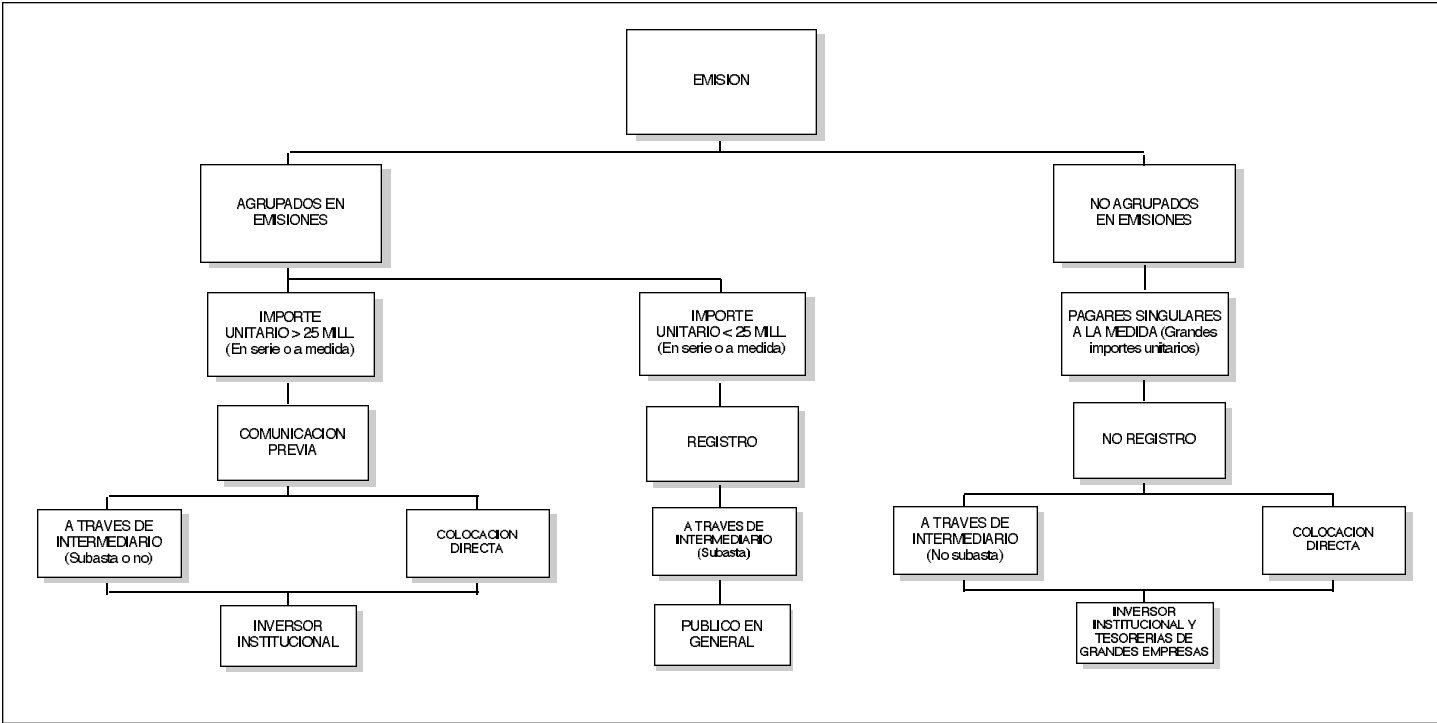
Entre los problemas técnicos, propios de los inicios del sistema, destacaba el relativo a la determinación del tipo de interés. El motivo era la falta de homogeneidad de las pujas, lo que se traducía en la expresión de tipos de descuento, de tasas internas de rentabilidad, de tipos de interés nominales, de tipos de interés efectivos, ... sobre base 360 o sobre base 365. En la actualidad, conforme se ha ido avanzando en la consolidación de esta fórmula de puesta en circulación, se han logrado normalizar los elementos principales de las pujas y, en lo relativo a la determinación del rendimiento exigido, la base de comparación es el precio efectivo.

Desde el punto de vista de su registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los pagarés de empresa pueden clasificarse en *agrupados en emisiones o no agrupados en emisiones* (esquema IV.2). En este segundo supuesto, los pagarés no están sujetos a registro por ser valores singulares de elevados importes unitarios que se emiten aisladamente para su colocación a la medida, fundamentalmente entre un conjunto restringido de tesorerías de grandes empresas que, por el tipo de actividad que desarrollan —distribución minorista en grandes superficies, grandes almacenes, etc.—, generan abultados y frecuentes volúmenes de flujos de caja y, por tanto, son especialmente sensibles al coste de oportunidad de los recursos ociosos. En este segmento del mercado, la colocación de los pagarés puede tener lugar con participación de intermediario financiero o sin ella. En determinados momentos, la financiación obtenida mediante contactos directos —telefónicos— con el inversor ha proporcionado, a algunos emisores selectos, más recursos que los proporcionados por cauces intermediados.

Si los pagarés están agrupados en emisiones, presentan un grado notable de normalización, ya que su puesta en circulación es el resultado del diseño de un programa preestablecido. Su emisión puede hacerse en serie, lo más habitual, o a la medida. Pese al principio general previsto en la Ley del Mercado de Valores (artículo 26), si el importe nominal unitario de los valores es superior a 25 millones de pesetas están sujetos al trámite de la comunicación previa pero, en la práctica, no se someten a registro, por presumirse que se emiten para su colocación entre inversores institucionales. No obstante, con anterioridad a la publicación de la *Orden de 31 de julio de 1991 sobre valores de elevada liquidez*, aquellos que pretendían ser colocados entre instituciones de inversión colectiva solían registrarse, puesto que, según carta de fecha 11-12-90 dirigida por la CNMV a estas instituciones, cumplido dicho trámite administrativo se entendía que los pagarés, cuyos precios fuesen objeto de difusión general, gozaban del grado de liquidez suficiente para el cumplimiento del artículo 49.4 del Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. Tras la publicación de la referida Orden, el acto de registro ha desaparecido en cuanto elemento de estimación de la liquidez de los valores mobiliarios.

Si los pagarés agrupados en emisiones son de importe nominal unitario inferior a 25 millones de pesetas deben ser registrados con arreglo a los «criterios prácticos» recogidos en el documento *Aplicación del acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre criterios provisionales en relación con los requisitos de las emisiones a partir del 29 de enero de 1989*, por suponerse que son pagarés dirigidos a captar el ahorro de inversores individuales cuyos intereses deben ser objeto de protección.

**ESQUEMA IV.2
PAGARES DE EMPRESA. MODALIDADES DE EMISION
SEGUN EL REGISTRO EN LA CNMV (a)**



(a) Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Por lo que se refiere a los *volúmenes de emisión*, la información disponible más fiable y completa sobre las cifras y modalidades de emisión primaria corresponde al segmento intermediado por las entidades de depósito. Desde 1987, estas instituciones vienen facilitando al Banco de España datos de periodicidad mensual sobre las operaciones en que participan. Ese año el banco emisor promulgó la *circular 2, de 6 de febrero a la banca privada y cajas de ahorro*, con el fin de «recabar información de las cuantías negociadas y los tipos de interés aplicados» en los pagarés de empresa que colocasen o adquiriesen. Sobre esta base normativa se pudo comenzar la construcción de diversas series estadísticas de las principales magnitudes del mercado.

Aunque con posterioridad a esa fecha se han producido algunas modificaciones en la estructura y contenido de los datos facilitados al Banco de España, debido a las necesarias adaptaciones a los cambios más sobresalientes que se han ido produciendo a lo largo de estos años, el resultado ha sido una ampliación del detalle del conjunto total de información sin que se hayan provocado rupturas de las series históricas que aquí se manejan.

Hay que señalar que, aunque dicha información es representativa de la mayor parte del mercado, no lo es en su totalidad, por no recoger aquellas emisiones que se colocan directamente (esquema IV.1) o que se canalizan a través de sociedades y agencias de valores. Por otro lado, tampoco se recogen los datos de las emisiones de entidades bancarias ni de entes locales y autonómicos por ser agentes institucionales no incluidos en el sector de empresas no financieras.

En el cuadro IV.1 se presentan las cifras más significativas de los flujos de emisión en el mercado primario de pagarés, contemplándose dos modalidades de emisión: *Colocaciones y compras a los emisores*. En las colocaciones, el intermediario financiero actúa como simple mediador, limitándose a poner en contacto al emisor con el inversor, realizando una operación sin reflejo en su balance. Por el contrario, bajo el rótulo «compras a los emisores» se recogen las cifras de pagarés colocados por el intermediario actuando por cuenta propia, es decir, asumiendo el riesgo derivado de incorporar a su cartera y, por tanto, a su balance, los valores comprados. No obstante, éstos se destinan en su mayor parte a su posterior venta al público, como se desprende del paralelismo de ambas series (gráfico IV.1). En este caso, además del cobro de la comisión de colocación, el intermediario pretende gestionar en su favor el diferencial de intereses esperado entre la compra y la posterior venta de los valores previamente adquiridos.

El empleo por el intermediario de una modalidad de colocación u otra depende, entre otros factores, de las expectativas de recolocación renta-

IV.1. PAGARES DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
Mercado primario (a)

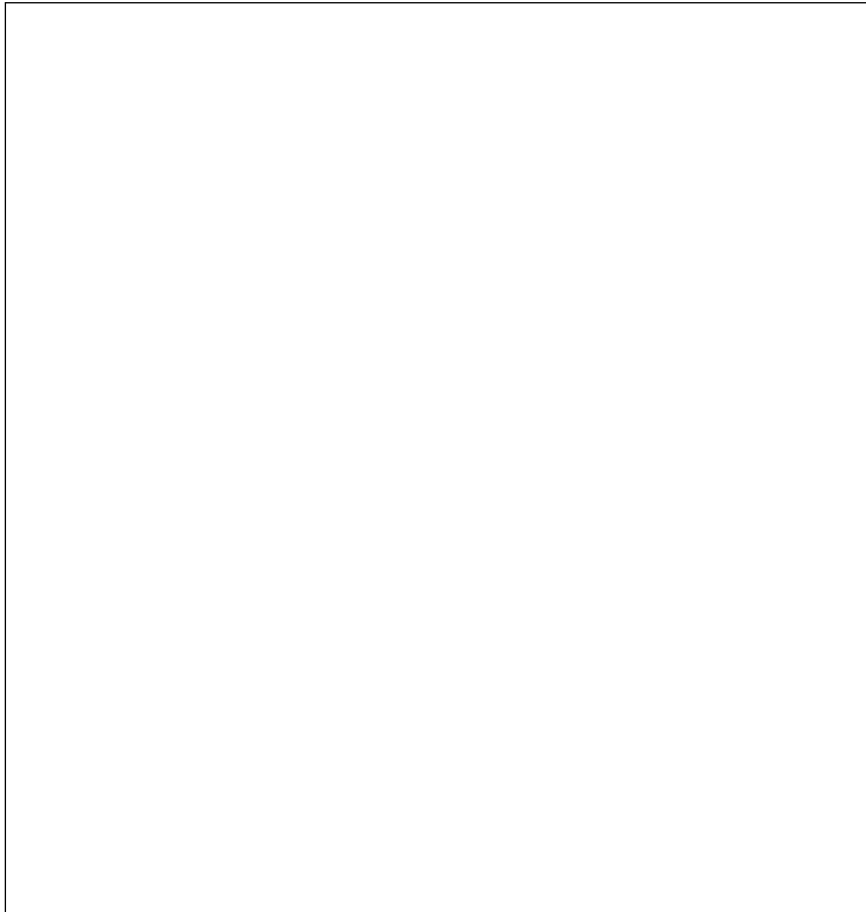
mm

	<i>Emisión neta 1=2-5</i>	<i>Emisión bruta</i>			<i>Amortiza- ciones 5</i>
		<i>Total 2=3+4</i>	<i>Colocaciones 3</i>	<i>Compras a emisores 4</i>	
1982	14,1	N/D	N/D	N/D	N/D
1983	82,0	N/D	N/D	N/D	N/D
1984	320,0	N/D	N/D	N/D	N/D
1985	6,8	N/D	N/D	N/D	N/D
1986	275,9	857,3	327,4	529,9	581,4
1987	-362,5	2.181,6	1.200,5	981,1	2.544,1
1988	249,3	6.085,2	1.253,0	4.832,2	5.835,9
1989	191,2	10.741,9	1.599,2	9.142,7	10.550,7
1990	1.619,3	6.301,9	1.880,5	4.421,4	4.682,6
1991 (ENE-SEP)	228,6	4.189,5	988,0	3.201,5	3.961,0
1987 I TR	100,2	549,7	299,1	250,6	449,5
II TR	-45,7	527,3	286,8	240,5	573,0
III TR	-167,7	542,1	339,0	203,1	709,8
IV TR	-249,3	562,5	275,6	286,9	811,8
1988 I TR	14,8	981,6	292,3	689,3	966,8
II TR	87,9	1.379,1	338,7	1.040,4	1.291,2
III TR	39,2	1.799,9	278,4	1.521,5	1.760,7
IV TR	107,4	1.924,6	343,6	1.581,0	1.817,2
1989 I TR	177,6	3.560,0	387,0	3.173,0	3.382,4
II TR	-55,8	3.955,1	379,9	3.575,2	4.010,9
III TR	-14,2	1.662,6	360,4	1.302,2	1.676,8
IV TR	83,6	1.564,2	471,9	1.092,3	1.480,6
1990 I TR	471,2	2.049,0	807,9	1.241,1	1.577,8
II TR	482,1	1.591,4	453,3	1.138,1	1.109,3
III TR	350,3	1.200,2	278,8	921,4	849,9
IV TR	315,7	1.461,3	340,5	1.120,8	1.145,6
1991 I TR	79,6	1.394,5	321,3	1.073,2	1.314,9
II TR	154,0	1.330,6	305,6	1.025,0	1.176,6
III TR	-5,0	1.464,4	361,1	1.103,3	1.469,5

Fuente: Banco de España.

(a) Entre 1982 y 1985 no se dispone de datos de emisiones brutas ni de amortizaciones, habiéndose obtenido las emisiones netas de los informes anuales del Banco de España. A partir de 1986, las cifras son las declaradas por las entidades de crédito sobre las emisiones puestas en circulación con su intervención, sin que, por tanto, estén depuradas de las transferencias de pagarés de empresa.

IV.1. PAGARES DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
Intermediación por entidades de crédito (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Las ventas al público corresponden a pagarés previamente comprados en firme por la entidad.

ble de los pagarés. Así, los problemas de colocación de valores privados a corto plazo que se registraron en 1987 y que estuvieron asociados a su expulsión transitoria del mercado, provocada por la salida de las letras del Tesoro, se tradujeron en que el volumen de compras de pagarés a los emisores fuese inferior al de colocaciones, en contraste con lo observado el resto del período, debido a la incertidumbre vigente entre los intermediarios financieros sobre las posibilidades efectivas de venta secundaria de los pagarés.

Las cifras reflejan que, desde el principio, el mercado de pagarés presentó una dinámica claramente expansiva, truncada transitoriamente en 1985 por la normalización de su situación fiscal y en 1987 por la apa-

rición de la letra del Tesoro. Descontando estos dos paréntesis, los volúmenes puestos en circulación han dibujado una línea ascendente, aunque las cifras de emisión bruta hayan diferido, lógicamente, de la cuantía de la financiación neta efectivamente proporcionada a los emisores. Ahora bien, para una correcta interpretación de los datos contenidos en el cuadro, hay que tener en cuenta que las abultadas cifras de 1989, si bien coinciden con un período de acortamiento de los plazos de emisión que, dado un determinado saldo vivo, se traducen en mayores volúmenes de emisiones brutas, están afectadas por un fenómeno de doble contabilización vinculado a las transferencias de activos que, tras la promulgación de la *circular 13 del Banco de España, de 7 de julio*, quedó corregida.

En cuanto a las *emisiones netas*, sus volúmenes anuales en valores nominales han sido positivos en todos los años recogidos en el cuadro IV.1, excepto en 1987. Incluso en 1989, año de fuerte expansión concurrencial del crédito bancario, particularmente durante el primer semestre, la financiación neta allegada por las empresas no financieras a través de pagarés se aproximó a los 200 mm. Más llamativa resulta la cuantía de 1.619 mm de emisión neta durante el año 1990, que, como ya se ha comentado, refleja, fundamentalmente, el fenómeno de sustitución financiera provocado por la implantación de controles administrativos al crecimiento del crédito bancario en dicho año.

IV.2 Estructura de la oferta

El atractivo de este mercado se ha traducido en una ampliación de los tipos de emisores. Al conjunto de las empresas no financieras se han ido añadiendo, gradual pero persistentemente, entidades financieras, entidades de crédito de capital estatal, comunidades autónomas y corporaciones locales. Sin embargo, dado el objeto de este trabajo, sólo se va a prestar atención a la oferta de pagarés por parte de las empresas no financieras.

Para el conocimiento de la estructura de la oferta, la información disponible es heterogénea y las distintas fuentes se superponen, pero no se complementan. No obstante, es posible aproximar una caracterización institucional, poco detallada, y otra sectorial, más amplia. La que se ha denominado *clasificación institucional* se basa en la partición del conjunto de emisores en dos categorías, según la terminología acuñada en el Banco de España: *Principales emisores* y, por exclusión, *otros emisores*. Dentro del conjunto de principales emisores, concepto que no pretende alcanzar una precisión conceptual plena, se encuentran aquellos que tienen una presencia continua en el mercado y cuyos saldos en circulación son, con cierta diferencia, los más elevados a nivel individual.

La información correspondiente a este grupo de emisores se recoge en el cuadro IV.2. Como se ha señalado, las cifras medias de colocaciones brutas y de saldo vivo son de una magnitud apreciable. Pero entre las características de estos emisores se encuentran, no sólo las de tipo cuantitativo, sino otras de diferente índole. Así, estas compañías son las que, en líneas generales, han venido estando a la cabeza de los desarrollos del mercado. Los avances e innovaciones más sobresalientes, tanto en el orden operativo como tecnológico, han sido introducidos por este reducido grupo de vanguardia, trazando una senda a la que, posteriormente y en la medida de sus posibilidades, se han sumado otros emisores.

Por lo que se refiere a la distribución sectorial, las dos fuentes estadísticas disponibles, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Central de Balances del Banco de España, permiten construir otras tantas clasificaciones. La Comisión publica datos de periodicidad trimestral sobre el desarrollo de las colocaciones primarias de pagarés de empresas

IV.2. PAGARES DE EMPRESA
Principales emisores (a)

mm

	<i>Emisión bruta</i>	<i>Emisión neta</i>	<i>Saldo vivo</i>
1986 IV TR	N/D	N/D	330,0
1987 I TR	121,5	29,1	359,1
II TR	153,6	-27,9	331,2
III TR	85,7	-39,1	292,1
IV TR	154,1	17,3	309,4
1988 I TR	224,6	93,1	402,5
II TR	56,7	-16,8	385,7
III TR	81,7	-6,6	379,1
IV TR	137,5	-27,1	352,0
1989 I TR (b)	446,6	285,0	637,0
II TR	133,7	3,0	640,0
III TR	191,9	32,8	672,8
IV TR	213,7	-20,3	652,5
1990 I TR	285,2	97,9	750,4
II TR	297,5	95,1	845,5
III TR	134,5	-82,0	763,5
IV TR	296,5	52,3	815,8
1991 I TR	281,8	10,3	826,1
II TR	314,1	80,0	906,1
III TR	287,6	-66,6	839,4

Fuente: Banco de España.

(a) RENFE, ENDESA y TELEFONICA. INI, desde julio de 1987 y, desde enero de 1989, HISPAMER.

(b) Las cifras de este trimestre están notablemente afectadas por la incorporación de los datos de HISPAMER.

de importes unitarios inferiores a 25 millones de pesetas, activos a la fecha de la publicación y correspondientes a programas previamente registrados.

El cuadro IV.3, presenta las series de emisiones brutas y netas, de saldos vivos y de importes registrados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. De la comparación de dicha información con la facilitada por las entidades de crédito (cuadro IV.1) se pone de manifiesto la notable diferencia que existe entre las emisiones recogidas por ambas fuentes estadísticas, permitiendo catalogar a los datos de la Comisión como pertenecientes a un subconjunto de los de aquélla. La ventaja de la información de la Comisión es que proporciona una imagen bastante aproximada del segmento minorista, dado que cabe pensar que sólo una pequeña parte de esas emisiones puede haber sido absorbida por mayoristas.

La clasificación sectorial obtenida del registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores se muestra en el cuadro IV.4, en el que se

IV.3. PAGARES DE EMPRESA
Importes registrados en la CNMV (a)

mm

	<i>Emisión bruta</i>	<i>Emisión neta</i>	<i>Saldo vivo</i>	<i>Importe registrado</i>
1990 ENE	126,0	N/D	340,5	754,8
FEB	118,8	83,0	423,5	816,6
MAR	92,5	36,3	459,8	819,1
ABR	128,0	54,1	513,9	865,6
MAY	119,9	44,3	558,2	923,1
JUN	124,4	60,8	619,0	960,6
JUL	144,8	5,3	624,3	1.011,1
AGO	53,8	0,6	624,9	986,6
SEP	118,3	-0,5	624,4	973,8
OCT	130,5	34,7	659,1	971,1
NOV	78,4	11,9	671,0	992,3
DIC	106,6	-1,5	669,5	959,3
1991 ENE	161,2	39,5	709,0	1.040,3
FEB	112,0	25,4	734,4	1.046,3
MAR	86,7	11,5	745,9	1.046,3
ABR	161,6	247,2	993,1	1.324,9
MAY	146,9	10,6	1.003,7	1.320,6
JUN	212,9	66,6	1.070,3	1.476,9
JUL	216,1	55,6	1.125,9	1.545,7
AGO	120,2	8,6	1.134,5	1.543,9
SEP	170,4	-10,9	1.123,6	1.543,3

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(a) Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los importes registrados son, mayoritariamente, saldos vivos máximos.

IV.4. PAGARES DE EMPRESA. CLASIFICACION SECTORIAL
Importes registrados en la CNMV (a)

	<i>Programas en vigor al día</i>													
	<i>31-3-90</i>		<i>30-6-90</i>		<i>30-9-90</i>		<i>31-12-90</i>		<i>31-3-91</i>		<i>30-6-91</i>		<i>30-9-91</i>	
	<i>mm</i>	<i>%</i>	<i>mm</i>	<i>%</i>	<i>mm</i>	<i>%</i>	<i>mm</i>	<i>%</i>	<i>mm</i>	<i>%</i>	<i>mm</i>	<i>%</i>	<i>mm</i>	<i>%</i>
Energía eléctrica	240,5	29,4	285,5	30,8	315,5	32,4	315,5	32,9	355,5	34,0	415,5	28,1	440,5	28,5
Industria y construcción ...	4,6	0,6	10,6	1,1	32,8	3,4	32,8	3,4	31,8	3,0	24,7	1,7	29,5	1,9
Transportes y comunicaciones.....	275,0	33,6	275,0	29,7	227,5	23,4	230,0	24,0	236,3	22,6	546,3	37,0	546,3	35,4
Compañías financieras....	33,0	4,0	78,0	8,4	113,0	11,6	136,0	14,2	172,8	16,5	246,6	16,7	273,7	17,7
Corporaciones públicas ...	200,0	24,4	200,0	21,6	200,0	20,5	150,0	15,6	150,0	14,3	150,0	10,2	150,0	9,7
Corporaciones privadas ...	57,0	7,0	57,5	6,2	57,5	5,9	62,5	6,5	62,5	6,0	56,4	3,8	55,9	3,6
Compañías inmobiliarias ..	4,0	0,5	4,0	0,4	11,0	1,1	16,0	1,7	16,0	1,5	16,0	1,1	16,0	1,0
Otros sectores	5,0	0,6	15,0	1,6	16,5	1,7	16,5	1,7	21,5	2,1	21,5	1,5	31,5	2,0
Total	819,1	100,0	925,6	100,0	973,8	100,0	959,3	100,0	1.046,4	100,0	1.477,0	100,0	1.543,4	100,0

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(a) Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los importes registrados son, mayoritariamente, saldos vivos máximos.

observa que el peso mayoritario lo ostentan los sectores de energía eléctrica, transportes y comunicaciones y las corporaciones públicas. Estas últimas han ido perdiendo importancia relativa en el total, al tiempo que, a lo largo del período, las compañías financieras (de leasing, de factoring, de crédito al consumo, de crédito hipotecario, etc.) han incrementado notablemente su intención de apelar a este mercado.

Por lo que respecta a la Central de Balances, hay que señalar que la información es más diversa pero menos actual y de una periodicidad menor. Sin embargo, permite dibujar una imagen de la *empresa tipo* emisora de pagarés de empresa. En cuanto a la clasificación sectorial recogida en el cuadro IV.5, se aprecia una gran similitud con la proporcionada por la Comisión.

El cuadro IV.6 presenta una selección de variables representativas de las empresas no financieras emisoras de pagarés y del conjunto de todas las empresas que han remitido información a la Central de Balances entre los años 1984 y 1990. De forma resumida, la empresa que emite pagarés es, en comparación con las restantes, de mayor tamaño, presenta un activo circulante neto persistentemente menor, está fuertemente endeudada, tiene una estructura financiera más diversificada, su coste financiero medio no es sistemáticamente superior ni inferior y es menos rentable, aun cuando las diferencias de rentabilidad no sean muy significativas.

Por tanto, durante los años recogidos en el cuadro, sólo las empresas de gran dimensión han tenido acceso a este mercado. Únicamente con esta característica ha sido posible que empresas con ratios de rentabilidad modestos, particularmente las privadas (1), y fuertemente endeudadas hayan podido colocar tan altos volúmenes de papel. Esto refleja, al menos en parte, el fenómeno apuntado anteriormente de la pugna existente entre los intermediarios por no perder el negocio global que estas grandes compañías proporcionan. De hecho, las cifras muestran que estas firmas han registrado menores niveles relativos de endeudamiento bancario que las restantes, factor éste que ha debido estimular la participación de los intermediarios en el mercado de pagarés, aunque sea actuando como simples mediadores. Así pues, con los datos anteriores no puede decirse que el proceso de desintermediación financiera haya supuesto, en el caso español, una disminución de la calidad de los balances bancarios, al menos según las medidas utilizadas habitualmente para evaluar dicha calidad.

(1) De hecho, en el promedio del período analizado, el conjunto de las empresas privadas emisoras de pagarés que han colaborado con la Central de Balances han registrado una rentabilidad económica del 6,7 %, frente al 8,8 % de las empresas públicas.

IV.5. PAGARES DE EMPRESA
Clasificación sectorial según la Central de Balances del Banco de España (a)

	1984		1985		1986		1987		1988		1989		1990	
	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%	mm	%
Energía y agua caliente	62	19,1	56	17,9	57	15,2	80	24,5	103	27,8	129	33,2	160	21,2
Siderometalurgia	1	0,3	0	0,0	4	1,1	0	0,0	0	0,0	4	1,0	19	2,5
Materiales de construcción. Vidrio	0	0,0	2	0,6	1	0,3	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Productos químicos	1	0,3	1	0,3	2	0,5	1	0,3	2	0,5	1	0,3	1	0,1
Industrias transformadoras de metales	35	10,8	34	10,9	28	7,4	19	5,8	23	6,2	22	5,7	27	3,6
Industrias alimentarias	2	0,6	4	1,3	2	0,5	1	0,3	1	0,3	0	0,0	4	0,5
Industrias manufactureras no alimentarias	1	0,3	1	0,3	1	0,3	0	0,0	2	0,5	6	1,5	2	0,3
Construcción	2	0,6	2	0,6	2	0,5	2	0,6	1	0,3	10	2,6	4	0,5
Comercio	4	1,2	3	1,0	5	1,3	1	0,3	1	0,3	13	3,3	4	0,5
Transportes y comunicaciones	212	65,2	207	66,1	273	72,6	221	67,8	236	63,8	193	49,6	525	69,7
Otros servicios	5	1,5	3	1,0	1	0,3	1	0,3	1	0,3	11	2,8	7	0,9
Total	325	100,0	313	100,0	376	100,0	326	100,0	370	100,0	389	100,0	753	100,0

Fuente: Banco de España. Central de Balances.

(a) Saldos a fin de año.

IV.6. PAGARES DE EMPRESA
Caracterización del emisor tipo (a)

	1984		1985		1986		1987		1988		1989		1990	
	<i>Emiso- res pagarés</i>	<i>Total empre- sas</i>	<i>Emiso- res pagarés</i>	<i>Total empre- sas</i>	<i>Emiso- res pagarés</i>	<i>Total empre- sas</i>	<i>Emiso- res pagarés</i>	<i>Total empre- sas</i>	<i>Emiso- res pagarés</i>	<i>Total empre- sas</i>	<i>Emiso- res pagarés</i>	<i>Total empre- sas</i>	<i>Emiso- res pagarés</i>	<i>Total empre- sas</i>
Número de empresas	41	4.119	59	5.111	47	6.492	38	7.572	37	7.150	46	6.044	50	5.211
Número de trabajadores (b):														
Menos de 100	0,1	6,5	0,2	8,0	0,2	10,2	0,0	11,4	0,1	11,0	0,2	9,9	0,1	9,7
De 100 a 499	0,7	19,1	1,3	21,0	0,9	21,2	1,4	20,8	1,8	20,4	1,2	18,8	0,7	19,3
500 o más	99,2	74,4	98,5	71,0	98,9	68,6	98,6	67,8	98,1	68,6	98,6	71,3	99,2	71,0
Recursos ajenos/Recursos pro- prios (%)	154,2	119,5	169,1	120,0	168,3	107,1	141,7	94,4	111,5	81,7	96,8	78,0	123,6	87,6
Financiación bancaria/Recur- sos ajenos (%)	66,1	71,7	57,1	65,7	49,4	62,9	52,5	65,3	49,7	63,4	48,9	62,1	54,2	60,3
Coste financiero medio (%)...	13,9	14,4	11,2	12,3	10,7	10,2	12,7	11,5	11,4	10,9	11,8	11,6	12,0	12,0
Rentabilidad económica del ac- tivo neto (%)	6,3	6,6	6,4	7,2	7,1	8,0	8,4	9,6	9,4	10,3	10,5	10,3	7,1	9,3
Rentabilidad financiera de los recursos propios (%)	0,5	**	2,3	1,8	**	3,5	3,1	7,1	6,4	9,6	8,5	9,6	3,0	5,6
Activo circulante neto sobre ac- tivo neto total (%)	8,4	19,9	15,8	23,5	10,4	21,7	7,8	19,6	7,5	18,3	7,2	16,2	1,6	14,4

Fuente: Banco de España. Central de Balances.

(a) Mediante comparación de algunas características relevantes de los emisores de pagarés con las del conjunto «total empresas».

(b) Porcentaje que los trabajadores incluidos en cada rango representan sobre el número total de trabajadores incluidos en cada una de las dos agrupaciones de empresas.

(**) Valor no significativo del ratio..

Desde el punto de vista del emisor, la apelación al mercado de pagarés ha sido consistente con una menor necesidad de recursos financieros a corto plazo en comparación con las empresas no emisoras de los mismos (véanse los niveles relativos del activo circulante neto). Por tanto, cabría inferir que, al menos en el caso de las compañías colaboradoras de la Central de Balances, el mercado de pagarés está siendo utilizado como fuente de financiación permanente de elementos no incluidos en el circulante empresarial y, por otro lado, como vía de diversificación de la estructura financiera, aunque sin obtener reducciones significativas del coste medio de su deuda.

Esas firmas de gran tamaño emiten con la sola garantía de su presumible solvencia, definida por la envergadura de sus balances y por la comprobada experiencia de cumplimiento de sus obligaciones financieras en el pasado. No es éste el caso de todos los emisores. Los más pequeños, si no gozan de un cierto respaldo por parte del intermediario, pueden encontrar problemas para apelar a este mercado y, en condiciones normales, canalizan su demanda de recursos al sistema crediticio. Sin embargo, la restricción crediticia de 1990, al introducir una fuerte tensión en los mercados financieros, condujo a muchos pequeños emisores, desde sociedades anónimas hasta empresarios individuales sin personalidad jurídica, al mercado de pagarés de empresa y, algunos de entre ellos, hubieron de superponer garantías hipotecarias respaldando sus emisiones de pagarés. Esa situación no debe confundirse con la prestación de una garantía de liquidez. Recientemente, están realizándose emisiones de pagarés que incluyen este tipo de apoyo, es decir, existe una entidad garante que se compromete a dar contrapartida a todas las operaciones de mercado secundario que se le presenten a un precio previamente publicado y convenientemente difundido. En ningún caso esta modalidad de garantía, que es heredera de las primitivas líneas de crédito subsidiario, responde de la solvencia del emisor.

Una incorrecta percepción del nivel de solvencia de los emisores por parte del mercado puede traducirse en una asignación ineficiente de los recursos disponibles, existiendo algunos ejemplos al respecto en el mercado español de pagarés de empresa. En efecto, se han dado casos en que compañías emisoras sin precedentes de incumplimiento de sus compromisos financieros, implantadas en líneas de actividad económica consolidadas y con buenas expectativas de crecimiento futuro, con estructuras económico-financieras saneadas, incluso siendo empresas de riesgo semi-público, se han encontrado, en sus salidas al mercado, con dificultades de colocación del papel, viéndose impelidas a aceptar tipos de interés superiores a los fijados contemporáneamente para riesgos similares, por la única razón de no ser un «habitual» del mercado. Esta disfunción corre el riesgo de agravarse cuando la demanda proviene de inversores

extranjeros que, salvo raras excepciones, desconocen totalmente a los emisores nacionales.

Ante esta situación son las entidades colocadoras las que se constituyen en receptoras de las demandas de información de los inversores, requerimientos que no pueden atender sin asumir el riesgo de pérdida de prestigio que se produciría en el supuesto de incumplimiento del emisor. Además, la fluidez de la operativa de colocación de las emisiones es incompatible con la labor de difusión individualizada de opiniones fundadas sobre todos y cada uno de los programas intermediados por cada intermediario.

Ello es consecuencia de que el sistema financiero español carece, a diferencia de otros países, de mecanismos institucionales de evaluación y difusión pública de la calidad financiera de las distintas emisiones y de sus emisores (2), cuyas calificaciones disfruten de reconocimiento general.

La inexistencia de este tipo de institución resta grados de fluidez al funcionamiento eficaz de cualquier sistema financiero que pretenda ser moderno y desarrollado y en el que el aumento de la gama de instrumentos en circulación, la incorporación de nuevos emisores y la variedad de operaciones financiadas constituyan un proceso continuo y acelerado. En consecuencia, cada vez resulta más complejo conocer con precisión el nivel de riesgo que se asume con la adquisición de un activo financiero concreto, sobre todo si es de nueva creación. A ello se suma la mayor sensibilización de los agentes por los riesgos financieros, que se ha traducido en una intensificación de la búsqueda de información fiable, siempre costosa, para conocer con la mayor certeza posible la verdadera dimensión del riesgo asociado a una determinada colocación de cartera.

La conjunción de esas circunstancias propicia el surgimiento de un nuevo ámbito de especialización económica vinculado al aumento de los costes de captación, procesamiento, mantenimiento, actualización y análisis de toda la información relevante en cada momento para la toma de decisiones de cartera que, en definitiva, constriñen el espacio de elección efectiva del inversor individual.

Por todo ello, el establecimiento de agencias independientes de calificación financiera que gocen de suficiente prestigio entre los inversores, en número adecuado al tamaño de nuestro mercado, que proporcionasen a través de un único símbolo —alfabético o alfanumérico— una opinión actualizada sobre la probabilidad de incumplimiento de sus compromisos financieros por parte de cada emisor de pagarés, mejoraría la transparencia y la dinámica de formación de los precios en el mercado y, en consecuencia, su eficiencia, tanto en el segmento primario como en el

(2) La calificación independiente de emisiones y emisores la realizan las denominadas *Agencias de Rating*.

secundario. A este respecto, hay que señalar el inicio de la actividad de un nuevo sistema de rating en España que, en el marco de la expansión del volumen de negociación en los mercados de valores, no sólo en el de pagarés de empresa, ha sido promovido por diversas asociaciones del mundo financiero español, por las bolsas de valores y por otros mercados organizados de nuestro país.

IV.3. Estructura de la demanda

Queda, por último, acometer el estudio de la otra parte del mercado, o sea, de la demanda, con lo que quedaría completamente caracterizado el mercado. Esa es la labor que se acomete en este apartado desde una perspectiva institucional, es decir, contemplando quiénes son los agentes que adquieren los pagarés de empresa para incorporarlos en sus carteras de activos financieros.

Ahora bien, con la información disponible no es posible acometer un análisis pormenorizado de la estructura institucional de la demanda. Los datos que se pueden utilizar para ello no presentan el suficiente grado de detalle institucional y, cuando se pretende mejorar este aspecto, hay que acudir a informaciones dispersas de fuentes que no siempre se complementan. Además, se presenta la complicación adicional de que la información, en algunas fuentes, no incluye datos separados de pagarés de empresa.

Los problemas de detalle institucional resultan de lo heterogéneo que, para este tipo de estudios, resulta el sector denominado «*el público*» o, en ocasiones, «*empresas no financieras y familias*». Así, cuando se estudia el comportamiento del público como sector demandante de pagarés, se está utilizando un agregado institucional amplio, cuyos componentes singulares tienen relaciones de comportamiento, en ocasiones, sustancialmente distintas. No en vano, en la construcción estadística del sector se recogen todos aquellos agentes que, por exclusión, no forman parte de los restantes sectores institucionales.

Por lo que respecta a las carteras sectoriales, la única fuente que proporciona una información integrada y coherente son *las cuentas financieras de la economía española* que, para el objeto de este trabajo, adolece de falta de detalle instrumental. En efecto, la rúbrica que recoge los datos correspondientes a pagarés de empresa es la de *valores a corto plazo* que, además de aquéllos, incluye las antiguas letras de empresa y las transferencias de activos. Ahora bien, si se tiene en cuenta que el componente principal de esos valores son los pagarés de empresa, pare-

IV.7. EMPRESAS NO FINANCIERAS
Colocación de valores a corto plazo. Saldos

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	%
										<i>Media del periodo</i>
Instituciones de crédito.....	1,5	11,4	36,8	28,6	18,6	28,3	20,6	29,4	6,9	20,2
Empresas de seguros.....	0,0	1,1	2,5	3,0	3,2	5,4	4,4	7,5	3,5	3,4
Empresas no financieras.....	9,9	8,7	15,2	17,1	35,5	35,3	53,4	38,5	69,6	31,5
Familias e instituciones privadas sin fines de lucro.....	88,7	78,8	45,5	51,3	42,7	31,0	21,5	24,7	20,0	44,9
Total.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco de España, Cuentas Financieras de la Economía Española (1981-1990), y elaboración propia.

ce lógico utilizar dicha información para construir una aproximación adecuada de las carteras de pagarés de empresa en España.

El cuadro IV.7, presenta la distribución sectorial del saldo de valores a corto plazo emitidos por las empresas no financieras desde 1982 hasta 1990. Las cifras correspondientes a las instituciones de inversión colectiva están incluidas, por problemas estadísticos, en el sector de empresas no financieras y familias. Ahora bien, para despejar ciertos interrogantes al respecto, hay que señalar que, según la información disponible en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, estas instituciones tenían invertidos en valores privados a corto plazo 243 mm a finales de 1990, lo que representa un 9,7 % del total en circulación. Por tanto, hasta esa fecha, su contribución a la demanda total era todavía modesta y, a juzgar por las cifras conocidas hasta junio de 1991 (230 mm), continúa siéndolo.

Los aspectos más sobresalientes del cuadro se refieren al comportamiento observado de las empresas no financieras y de las familias. Obsérvese que después de un período inicial en el que las economías domésticas se constituyeron en los principales demandantes de pagarés, se ha ido produciendo una expansión gradual de las compras realizadas por las empresas no financieras. Así, aunque las familias presentan una media aritmética en el período superior a la de las empresas, se comprueba que, desde 1986, el perfil de las series respectivas se invierte, de modo que los valores correspondientes a las empresas se colocan por encima de su media y los de las familias por debajo. Ese cambio de actitud de las economías domésticas debió estar motivado, en buena parte, por la desaparición de las ventajas fiscales de que gozó el pagaré de empresa hasta 1985 y por la progresiva aparición de otros mercados e instrumentos financieros suficientemente rentables, más líquidos y menos arriesgados que han venido a satisfacer convenientemente las preferencias de los particulares. Por su parte, el comportamiento de las empresas no financieras es coherente con su creciente sensibilización por el coste de oportunidad de los recursos ociosos. Para estas entidades, el diferencial de rentabilidad ofrecido por los pagarés sobre otros activos alternativos influye decisivamente en sus decisiones de cartera.

V

MERCADO SECUNDARIO

Es general el reconocimiento del importante papel que juegan los mercados secundarios de valores en cualquier sistema financiero. Sin embargo, la necesidad de su existencia tiende a disminuir a medida que el plazo de vencimiento inicial de los instrumentos financieros es menor. En el caso concreto de los pagarés de empresa, la preponderancia de las emisiones a corto plazo aminora dicha necesidad pero en ningún caso la elimina.

Aparte de proporcionar liquidez a los activos en circulación, los mercados secundarios contribuyen a la fijación objetiva de sus precios en cualquier instante. En los momentos actuales, las técnicas usuales de colocación masiva de instrumentos financieros pivotan en torno a la figura del agente colocador —o agentes colocadores—, que asume la función de distribuir entre los inversores finales los ingentes volúmenes de papel de cada emisión y, en muchas ocasiones, contrayendo el compromiso de asegurar la colocación. Este aseguramiento, a veces tácito (1), aumenta la necesidad de un mercado secundario. En este contexto, y como más adelante se comentará, han sido los propios intermediarios los principales promotores de las iniciativas tendentes a crear mercados secundarios para los pagarés de empresa.

Actualmente, las compraventas de pagarés de empresa posteriores a su puesta en circulación comprenden dos modalidades operativas: *en firme* y *con pacto de retrocesión*. De los dos tipos, las menos frecuentes son las segundas, debido a la existencia de ciertos impedimentos que

(1) Aunque no siempre existe un aseguramiento formal, en la práctica suele tener lugar un compromiso tácito de colocación. De hecho los emisores tienden a operar con los intermediarios que tienen una probada capacidad de absorción del papel emitido, desplazando al resto a posiciones residuales dentro del mercado primario. Por ello, en condiciones normales del mercado, los intermediarios con posibilidades reales de comercialización suelen asumir aquel compromiso.

obstaculizan su desarrollo y que se pueden clasificar en dos categorías: *el plazo de emisión en origen y la normativa fiscal*.

La elevada concentración de las emisiones primarias de pagarés de empresa en el tramo de vencimientos más cortos, trae como consecuencia una menor necesidad de realizar transacciones de mercado secundario, en general, y de operaciones con pacto de retrocesión, en particular, para transformar en liquidez inmediata una parte de la cartera de valores del tenedor. El hecho de que más del 85 % de los pagarés se emitan, por término medio, a plazos de vencimiento no superiores a los seis meses reduce sensiblemente las posibilidades de desarrollo de un submercado de operaciones temporales cuya función básica sería la de fraccionar el período total de vida de los pagarés en los subperíodos precisos para dar adecuada respuesta a las preferencias del mercado.

El otro elemento que limita la práctica de los pactos de retrocesión con pagarés de empresa es la retención fiscal a cuenta que se practica sobre los intereses generados en cada transacción. La obligatoriedad de realizar dicha retención en todos los repos, eleva considerablemente los costes de la operación. Si en cada liquidación de intereses es preciso retener el porcentaje legal a cuenta del impuesto, ingresar en la administración tributaria los importes resultantes, confeccionar los certificados correspondientes a cada retención practicada y llevar la contabilidad y administración que todo ello conlleva, los costes totales de cada repo se disparan y la operación resulta inviable.

En el cuadro V.1 se presentan las cifras de los repos con pagarés de empresa, tanto las adquisiciones como las cesiones temporales, realizados por las entidades de crédito con el público desde 1986. En dicho cuadro no se incluyen las operaciones que puedan haber realizado otros intermediarios financieros distintos de las anteriores, tales como las sociedades de valores, por lo que, como sucedía en los datos del mercado primario, no está representada la totalidad del mercado. No obstante sirve para valorar su importancia relativa dentro de este segmento del mercado secundario. Como ya se mencionó, su peso en la totalidad de las operaciones secundarias es pequeño, aunque no desdeñable, y con claro predominio de las cesiones temporales, mientras que las adquisiciones temporales son prácticamente inexistentes. En el cuadro se observa un descenso considerable durante 1989 y gran parte de 1990, que coincide, al principio, con una fuerte expansión de las transferencias de activos y de las emisiones de pagarés de empresa a plazos inferiores a tres meses y, posteriormente, a finales del verano de 1989, con la denominada «guerra de las supercuentas».

En el segmento de operaciones en firme se pueden distinguir cuatro tipos de transacciones, según cuál sea la naturaleza de la operación

V.1. PAGARES DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
 Mercado secundario. Intermediación de entidades de crédito (a)

mm

	Operaciones en firme							Operaciones con pacto de retrocesión			Pro memoria: Saldo medio en cartera de las entidades de crédito 11
	Con el público				Con otros intermediarios			Con el público			
	Total 1=2+5+8	Total 2=3+4	Compras 3	Ventas 4	Total 5=6+7	Compras 6	Ventas 7	Total 8=9+10	Adquisi- ciones 9	Cesiones 10	
1986	758,3	550,4	90,8	459,6	207,1	146,3	60,8	0,8	0,0	0,8	—
1987	1.747,8	1.214,8	191,0	1.023,8	296,8	180,9	115,9	236,2	3,5	232,7	161,2
1988	5.693,5	4.945,0	188,3	4.756,7	571,7	314,3	257,4	176,8	1,0	175,8	217,1
1989	10.716,4	9.406,2	531,9	8.874,3	1.284,4	705,3	579,1	25,8	3,1	22,7	254,7
1990	5.762,8	4.432,2	267,0	4.165,2	1.301,0	664,7	636,3	29,6	0,1	29,5	188,4
1991 (ENE-SEP)	4.078,0	3.009,5	90,8	2.918,7	971,7	501,8	469,9	96,8	0,0	96,8	191,1
1987 I TR	463,5	336,1	49,6	286,5	87,1	45,5	41,6	40,3	1,9	38,4	162,3
II TR	410,9	307,6	44,9	262,7	41,1	22,3	18,8	62,2	1,3	60,9	155,5
III TR	420,3	265,5	50,3	215,2	68,2	47,3	20,9	86,6	0,3	86,3	165,8
IV TR	453,1	305,6	46,2	259,4	100,4	65,8	34,6	47,1	0,0	47,1	161,6
1988 I TR	881,9	653,2	38,2	615,0	160,8	91,7	69,1	67,9	0,1	67,8	211,1
II TR	1.340,7	1.134,0	71,6	1.062,4	162,1	71,0	91,1	44,6	0,3	44,3	208,8
III TR	1.634,3	1.529,6	35,0	1.494,6	67,3	44,3	23,0	37,4	0,3	37,1	235,0
IV TR	1.836,6	1.628,2	43,5	1.584,7	181,5	107,3	74,2	26,9	0,3	26,6	213,5
1989 I TR	3.495,0	3.246,2	78,0	3.168,2	239,0	117,2	121,8	9,8	0,3	9,5	206,6
II TR	4.007,3	3.685,7	73,5	3.612,2	315,4	185,1	130,3	6,2	0,9	5,3	178,9
III TR	1.593,3	1.236,8	206,1	1.030,7	350,1	194,9	155,2	6,4	1,5	4,9	361,5
IV TR	1.620,8	1.237,5	174,3	1.063,2	379,9	208,1	171,8	3,4	0,4	3,0	271,8

V.1. PAGARES DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
Mercado secundario. Intermediación de entidades de crédito (a)
(Continuación)

mm

		<i>Operaciones en firme</i>						<i>Operaciones con pacto de retrocesión</i>			<i>Pro memoria: Saldo medio en cartera de las entidades de crédito</i>	
		<i>Con el público</i>			<i>Con otros intermediarios</i>			<i>Con el público</i>				
		<i>Total</i>	<i>Total</i>	<i>Compras</i>	<i>Ventas</i>	<i>Total</i>	<i>Compras</i>	<i>Ventas</i>	<i>Total</i>	<i>Adquisi- ciones</i>		<i>Cesiones</i>
		<i>1=2+5+8</i>	<i>2=3+4</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5=6+7</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8=9+10</i>	<i>9</i>		<i>10</i>
1990	I TR	1.946,9	1.516,6	185,1	1.331,5	428,3	229,5	198,8	2,0	0,0	2,0	197,1
	II TR	1.314,7	1.029,0	35,9	993,1	284,0	146,6	137,4	1,7	0,0	1,7	191,2
	III TR	1.081,5	824,1	20,5	803,6	255,2	127,1	128,1	2,2	0,0	2,2	198,5
	IV TR	1.419,7	1.062,5	25,5	1.037,0	333,5	161,5	172,0	23,7	0,1	23,6	167,0
1991	I TR	1.440,8	977,9	30,5	947,4	421,5	224,5	197,0	41,4	0,0	41,4	193,6
	II TR	1.394,8	1.003,6	40,8	962,8	359,7	183,7	176,0	31,5	0,0	31,5	188,7
	III TR	1.242,4	1.028,0	19,5	1.008,5	190,5	93,6	96,9	23,9	0,0	23,9	180,7

Fuente: Banco de España.

(a) Comprende exclusivamente las operaciones que afectan a la cartera del intermediario.

—compras y ventas— o los agentes de contrapartida —*público en general* u *otros intermediarios financieros*—. De nuevo el cuadro V.1 ilustra sobre la magnitud de cada modalidad de transacción. Cabe destacar que el volumen de fondos movilizados ha sido considerable, a pesar de la idea general de ser un mercado poco activo. El predominio lo ostentan las ventas al público realizadas por las entidades de crédito con cargo a su propia cartera de pagarés. En este punto, sin embargo, hay que tener en cuenta la heterogeneidad del contenido de las cifras del cuadro. En efecto, así como las «colocaciones» en el mercado primario constituyen, típicamente, operaciones en las que el inversor final acude a las subastas indirectamente a través del intermediario, en el supuesto de las ventas al público el papel de cada una de las partes no siempre está definido con precisión.

En efecto, se pueden distinguir dos posibilidades: *ventas previamente pactadas* y *ventas puras*. En el primer supuesto, el cliente es quien inicia la operación acudiendo al intermediario en demanda de un pagaré en el que materializar su inversión. En función de las expectativas de tipos de interés, el intermediario le ofrece una determinada remuneración y ambos acuerdan el precio de cierre de la operación. Posteriormente, el intermediario acude a la subasta, o al mercado secundario, a comprar el instrumento financiero a un precio menor —si sus expectativas de tipos se confirman— para su entrega al inversor al precio pactado. Aunque en sentido estricto es ésta una transacción de mercado secundario, simplemente por ser posterior al momento de puesta en circulación del instrumento, podría considerarse como una peculiar modalidad de emisión primaria en la que el intermediario hace uso de su experiencia y conocimiento del mercado y de la singular posición que ocupa dentro del mismo para, asumiendo el riesgo de intereses correspondiente, obtener un beneficio especulativo en la operación.

Por el contrario, en la que aquí se ha denominado «venta pura», el origen de la demanda primaria no se sitúa en el inversor final, sino en el intermediario. Bien como consecuencia de haber contraído algún tipo de compromiso de adquisición con el emisor o por la realización de operaciones habituales de gestión de su activo o, incluso, por manejar expectativas de recolocación ventajosa del papel, el intermediario acude al emisor y suscribe los pagarés para incorporarlos en su propia cartera de inversiones y, con cargo a esta cartera, afronta la demanda que reciba del mercado. En este caso, la operación es, genuinamente, de mercado secundario por constituir una transacción de liquidación de una posición previa de un agente —el intermediario— sin preexistir acuerdo alguno con el comprador final. En este supuesto, el mercado cumple fielmente con su función de dotar de liquidez a los instrumentos negociados, mientras que en el anterior no. No es posible, sin embargo, cuantificar por separado las cifras

correspondientes a cada una de estas modalidades operativas, por lo que en el cuadro V.1 aparecen agrupadas en una sola serie.

Las transacciones secundarias realizadas entre los propios intermediarios financieros —entidades de crédito y otros— se justifican por la insuficiencia de las carteras individuales (véase el pro memoria al cuadro V.1) para acomodarse a la configuración de la demanda final. Por este motivo, más que conversión en liquidez, en sentido estricto, estas operaciones se constituyen en canal de distribución entre los intermediarios del papel inmovilizado en los balances individuales con el fin de ajustarse a la estructura de la demanda.

A través de los párrafos anteriores no queda suficientemente aclarado en toda su extensión cuál es la clase de mercado secundario de pagarés de empresa que funciona en nuestro país. Efectivamente, con la sola información manejada hasta ahora puede tenerse la impresión de que nos encontramos ante un mercado sin estructurar e inmaduro. Aun cuando todavía faltan elementos relevantes para una completa vertebración del mismo, como el desarrollo de un auténtico segmento minorista, los aspectos organizativos están bastante desarrollados.

Los intermediarios financieros, fundamentalmente las entidades de crédito, juegan un papel central en este mercado. La constitución de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros representó la formalización de vínculos asociativos con la intención de unificar voluntades y criterios operativos para la ordenación y estructuración de mercados no oficiales de valores. Dentro de este marco asociativo se ha organizado un amplio y dinámico mercado de renta fija privada en España, al margen de la bolsa de valores.

Precisamente, la insatisfacción de los agentes con el funcionamiento del mercado bursátil de renta fija ha estado en el origen de la aparición de esa nueva institución. Por razones múltiples, en ocasiones imputables a la existencia de regulaciones imperativas —coeficientes legales, circuitos de financiación privilegiada, etc.—, en España nunca ha existido un mercado secundario de renta fija amplio, profundo y eficaz (2), motivo por el cual hay quien sustenta la opinión, con bastante fundamento, de que esa ha sido una de las razones que han impulsado el desarrollo del mercado de pagarés de empresa.

Esta impresión se podría extrapolar al propio mercado bursátil de pagarés de empresa, que, tras un comienzo prometedor, ha visto cómo las

(2) Esta es una realidad de la que se hizo eco, en 1978, la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores en su Informe del 12 de abril, en el que planteaba la *urgente necesidad de crear unos adecuados mercados de emisiones y secundarios para los valores de renta fija*.

operaciones se han ido canalizando por fuera del mismo, hasta el punto de prácticamente desaparecer en 1989.

Según aquella interpretación, el nuevo modelo de contratación bursátil de valores de renta fija, regulado por la *circular 6/91 de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, S.A.*, aún en rodaje, podría constituirse en factor de competencia del mercado de pagarés de empresa. La efectividad e intensidad de dicha competencia dependería crucialmente de la actitud que adoptasen los agentes participantes en el mercado privado de la Asociación de Intermediarios y de las ventajas relativas, en términos de coste y de liquidez, que proporcionase a los emisores y a los inversores, incluidos los más pequeños.

V.1. Mercado secundario de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros

Al amparo de lo establecido en el artículo 58.1 de la Ley 4/1990, de Presupuestos Generales del Estado para 1990, la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros solicitó autorización para el funcionamiento de su mercado de renta fija como *mercado secundario organizado no oficial de valores de ámbito nacional*, autorización que ha sido concedida por *Orden Ministerial de 1 de agosto de 1991*. Por consiguiente, este acto administrativo ha supuesto el reconocimiento de una realidad preexistente que, por ello, goza de una cierta experiencia operativa. Si bien éste es un mercado de renta fija privada en general, en este trabajo sólo se van a contemplar los aspectos relativos a los pagarés de empresa que, por otra parte, son los activos más negociados hasta el momento.

En síntesis, éste es un mercado mayorista cuyos *miembros*, de acuerdo con el reglamento elaborado por la Asociación, son, por derecho propio, todos los miembros de la misma que deseen operar en el mercado (3). Sólo las entidades-miembro tienen conferida facultad para operar en el mercado, y pueden hacerlo directa o indirectamente. En este supuesto acceden al mercado a través de *mediadores-brokers* que, no siendo miembros del mercado, soliciten participar en las operaciones del mercado en esta calidad y estén incluidos en el registro que, al efecto, se lleva en la Asociación.

La *inclusión* en el mercado de una emisión de pagarés debe ser solicitada por la «entidad directora» de la misma o, en su defecto, por el pro-

(3) En la actualidad, son miembros de dicha asociación más de un centenar de entidades entre bancos, cajas de ahorro, sociedades mediadoras del mercado de dinero, entidades oficiales de crédito, cooperativas de crédito, cajas rurales, sociedades de crédito hipotecario, sociedades y agencias de valores y de valores y bolsa. Por tanto, una parte muy significativa del sistema financiero español.

pio emisor de los valores. La Asociación tiene facultad para aceptar la inclusión o, si la emisión no se ajusta a la normativa vigente reguladora de la emisión de valores, denegarla.

Es un *mercado dirigido por precios*, es decir, las distintas emisiones incluidas cotizan por la difusión de los precios formulados por los miembros del mercado dentro de un horario continuo. Una vez casada una determinada operación, su confirmación tiene lugar el mismo día de la contratación, y ello con independencia de la fecha en que se produzca el desembolso. No obstante, ninguna operación es considerada como definitivamente realizada hasta que es aceptada por el *sistema de compensación y liquidación*, que, en la actualidad, es gestionado por la Agencia de Valores Espaclear, S.A.

Diariamente, a través de canales físicos y electrónicos, la Asociación difunde información de las operaciones cruzadas en el día, incluyendo volúmenes contratados y precios —máximo, mínimo y medio— realizados.

Parece, por tanto, que se ha constituido en España un segmento mayorista del mercado secundario de pagarés de empresa, con la contribución y el respaldo de una parte muy significativa del sistema financiero español, cuyo funcionamiento ordenado dentro de los principios inspiradores de su creación podrá aportar beneficios importantes al mercado de pagarés en su conjunto.

La autorización para que funcione como mercado organizado no oficial ha supuesto, en la práctica, un notable incremento de su potencial de expansión y, por derivación, del mercado de pagarés en su conjunto. En efecto, el artículo 4 de la orden de aprobación establece que dicho mercado se considerará como uno de los mencionados en la *letra c) del número 1 del artículo 17 del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el reglamento de la Ley de Instituciones de inversión colectiva*, en la que se regula que el coeficiente de inversión obligatoria de estas instituciones puede ser cubierto, entre otros, con «... pagarés de empresa que sean negociados en un mercado español organizado de funcionamiento regular, reconocido y abierto al público». Además, con respecto al caso específico de los Fondos de inversión en activos del mercado monetario, *la Orden de 31 de julio de 1991 sobre valores de elevada liquidez*, establece que los valores admitidos y negociados en un mercado secundario organizado, *oficial o no*, que, simultáneamente, verifiquen otros dos criterios, podrán ser computables en su coeficiente de inversión.

Por tanto, existen expectativas optimistas sobre las posibilidades de desarrollo del mercado secundario de pagarés, aun faltando desarrollos para las transacciones de menor cuantía. No obstante, conviene subra-

V.1. PAGARES DE EMPRESA
Tipos de interés a tres meses



Fuente: Banco de España.

- (a) Compras de banca a los emisores.
- (b) Ventas de la banca al público.

yar que del examen del cuadro V.1 se deduce que las tenencias directas de las familias están en franca regresión, mostrando una tendencia descendente a lo largo del período estudiado y situándose a finales de 1990 en el 20 % del total, de modo que cabe esperar que este mercado se constituya en un mercado fundamentalmente institucional y mayorista, tal y como sucede en otros países con sistemas financieros más desarrollados. Por otro lado, es probable que, a ese nivel minorista, la necesidad de liquidez de los agentes sea menor, debido a los cortos plazos de emisión de los valores y, por ello, que la hipotética inmediatez de la creación de un mercado secundario encuentre una menor justificación. De hecho, no parecen existir problemas para que los propios intermediarios financieros faciliten la liquidez que, en la actualidad, pueda estar demandando el pequeño inversor. Sin embargo, al no ser éste un mercado abierto y transparente, con cotización y difusión pública de precios, no existen garantías de que el ideal de la unicidad de precio, para instrumentos de características y riesgo similares, se consiga en todas las ocasiones, aunque, como se muestra en el gráfico V.1, la brecha entre los tipos del emisor, que son indicativos del mercado mayorista, y los del inversor final no ha sido exagerada, registrando un nivel promedio de 62 puntos básicos a lo largo del período analizado, en parte justificables por los costes normales de intermediación y distribución.

VI

TIPOS DE INTERES Y PLAZOS DE VENCIMIENTO

Con el marco institucional que se ha ido exponiendo en los epígrafes previos, se ha desarrollado en España un amplio mercado de pagarés de empresa caracterizado por la abultada cuantía de los flujos de financiación que canaliza, por el creciente número de participantes, por la gran diversidad de plazos de vencimiento que facilita y, en consecuencia, por el establecimiento de una estructura de tipos de interés representativa del mercado de valores privados a corto plazo.

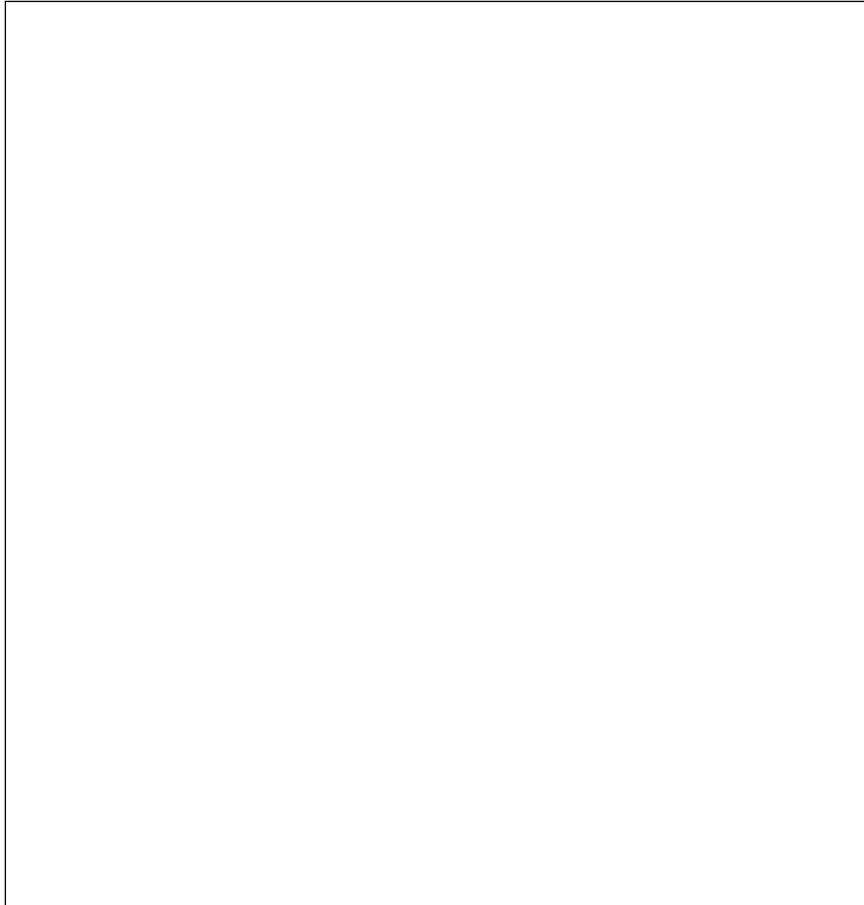
En apartados anteriores ya se han comentado los aspectos más significativos de los volúmenes de emisión, por lo que en éste los comentarios se van a centrar en los tipos de interés y en los plazos de vencimiento.

VI.1. Tipos de interés

Los tipos de interés negociados en el mercado de pagarés de empresa están *estrechamente vinculados a los vigentes en los restantes mercados monetarios nacionales*, oscilando dentro de una banda cuyos límites superior e inferior corresponden, respectivamente, a los tipos del crédito bancario y a los de las letras del Tesoro (gráfico VI.1). Por otro lado, se observa que su nivel ha venido evolucionando muy próximo al de los tipos del mercado interbancario de depósitos, debido a que los emisores, en su intento de reducir costes, propenden a ajustarse a los tipos del interbancario. Además, hay que tener en cuenta que en el momento de producirse las emisiones, tanto las subastadas como, sobre todo, las «a medida», el tipo de referencia más objetivo y fácilmente accesible a bajo coste es el de ese mercado. No obstante, cuando las condiciones del mercado lo justifican, se comprueba que el tipo interbancario no establece un techo a la variación de los tipos de los pagarés de empresa.

VI.1. MERCADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS

Tipos de interés



Fuente: Banco de España.

- (a) Compras de banca a los emisores a tres meses.
- (b) Mercado secundario a tres meses.
- (c) Entre tres meses y un año.

Por otro lado, al igual que ocurre en otros mercados financieros, los tipos de interés negociados difieren en función de quiénes sean los agentes que participan en la operación (1). En efecto, si se tiene en cuenta que una aproximación aceptable al coste del emisor la proporciona la serie de los tipos de interés de las «compras realizadas por las entidades de crédito a los emisores», y que la retribución percibida por el inversor

(1) Adicionalmente, la remuneración percibida por los demandantes últimos es sensible a factores tales como su tamaño. Aunque no se dispone de datos públicos al respecto, los tipos percibidos por los inversores minoristas suelen ser inferiores a los de los grandes compradores, que, además, tienen una presencia en el mercado más frecuente y estable.

final está mejor representada en la serie correspondiente a las «ventas realizadas por las entidades de crédito al público», se comprueba que el tipo de las compras es sistemáticamente superior al de las ventas (gráfico V.1).

Las razones que subyacen a esos comportamientos pueden explicarse con la ayuda de un esquema de oferta y demanda microeconómicas. A través de este mercado, las empresas no financieras apelan a la financiación a corto plazo y su función de oferta de pagarés se puede presumir normal; es decir, a igualdad de todo lo demás, será decreciente con el tipo de interés propio y, para cada nivel de éste, se desplazará hacia la derecha en respuesta a las elevaciones de los tipos de interés de la financiación alternativa que, en el segmento del corto plazo, está constituida, casi exclusivamente, por la financiación comercial interempresarial y por el crédito bancario. Es lógico, por tanto, que el tipo de interés de éste sea, en principio, el tipo máximo al que se manifestaría la oferta de pagarés de empresa.

Sin embargo, la baja probabilidad de incumplimientos de que hacen gala los emisores habituales de pagarés, junto con el poder de negociación que les otorga el volumen de fondos que movilizan, conduce a que el tipo de referencia máximo del mercado de pagarés esté, de hecho, por debajo del correspondiente al crédito bancario y tienda a aproximarse, como ya se ha señalado, al del mercado interbancario de depósitos, que es el límite natural inferior de los tipos del crédito bancario. Por otra parte, ya se ha mencionado que el tipo de interés relevante para el emisor es superior al que obtiene el inversor final. La diferencia entre ambos es uno de los elementos de remuneración del intermediario financiero que actúa en el mercado. La sostenibilidad de esa situación depende de que el diferencial entre el tipo de interés de oferta y el margen de mediación sea, al menos, igual al tipo de interés de demanda de pagarés.

Aparte de las instituciones financieras y, más incipientemente, algún inversor extranjero, el núcleo de la demanda de pagarés —«el público»— está formado por un conjunto heterogéneo de agentes: economías domésticas, empresas no financieras de tamaño pequeño y mediano, tesorías de grandes empresas que generan cuantiosos y frecuentes volúmenes de liquidez, instituciones de inversión colectiva. Cada uno de ellos tiene su propio esquema de preferencias y está sometido a restricciones presupuestarias distintas, por lo que su agregación resulta más forzada que en el caso de la oferta. En todo caso, se puede postular la existencia de una función de demanda de pagarés que, a igualdad de todo lo demás, es creciente con el tipo de interés propio y que se desplaza hacia la izquierda en respuesta a incrementos de los tipos de interés de instrumentos alternativos. En España, el activo alternativo principal de los pagarés de empresa, en el corto plazo, es la letra del Tesoro, cuyo tipo de interés marca el «so-

porte» por debajo del cual no se manifiesta la demanda de pagarés. De hecho, ésta no surge por debajo del «soporte más una prima» debido a las ventajas de la letra en cuanto al nivel de riesgo, la liquidez de su mercado secundario y su favorable tratamiento fiscal relativo. Con respecto a este último, los operadores incorporan la retención fiscal a cuenta sobre los rendimientos (actualmente fijada en el 25 %) al proceso de formación de los tipos de interés en el mercado de pagarés. Dicha retención introduce una segmentación artificial del mercado de valores a corto plazo que discrimina favorablemente a las letras del Tesoro, cuyos rendimientos no soportan tal retención, en contra de los valores privados. Esa diferenciación es descontada por los inversores en pagarés, exigiendo una prima de compensación financiera sobre el tipo de interés de los valores públicos. Hay que apuntar que este comportamiento no es general, presentándose, en mayor medida, en aquellos demandantes más sofisticados y profesionales, en particular las empresas con tesorerías importantes y, sobre todo, los inversores institucionales.

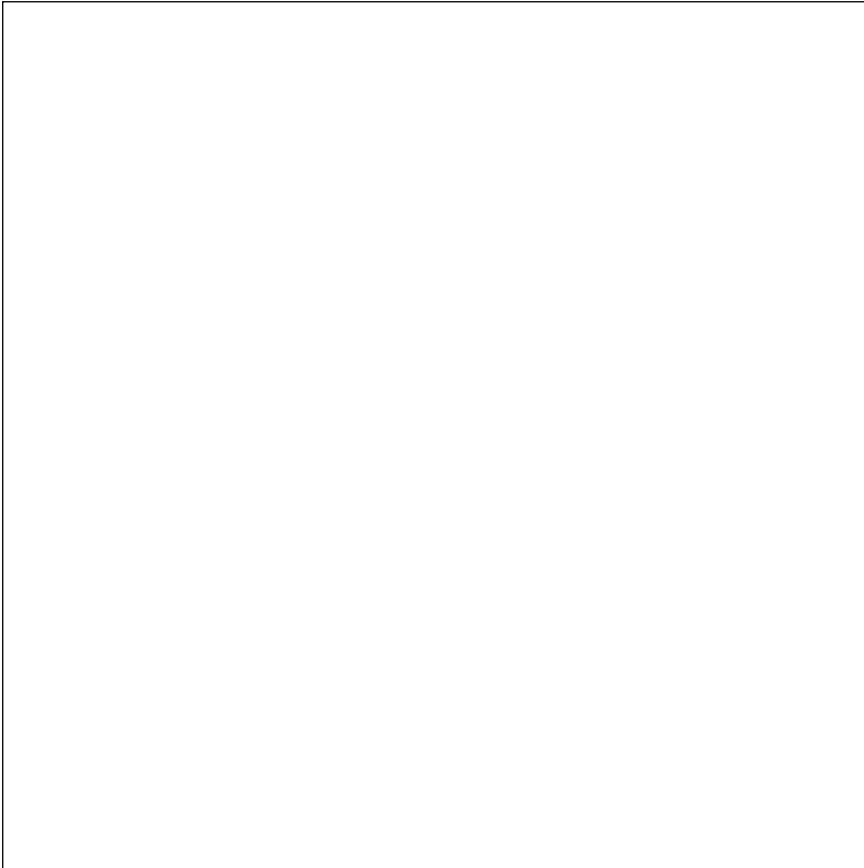
Por tanto, el mercado de pagarés de empresa puede ser representado como recoge la figura VI.1, en la que se pone de manifiesto el espacio teórico natural de oscilación máxima de sus tipos de interés. Para facilitar la lectura del gráfico, en el eje de ordenadas se presenta la inversa de los tipos de interés, con el fin de que las líneas de oferta y de demanda tengan la inclinación habitual aunque, debido a ello, el tipo máximo de la banda está representado por la línea inferior y el mínimo por la más alta. Nótese que la línea de oferta que se representa no se corresponde con la relevante para el emisor, sino con la del inversor final, obtenida mediante el desplazamiento de aquélla hacia arriba por el importe de margen del intermediario financiero.

Para cada nivel de la brecha de tipos entre el crédito bancario y la letra del Tesoro, se presentan multitud de posibilidades de equilibrio en el mercado de pagarés de empresa, y su número se reduce conforme aquélla se estrecha, llegando a desaparecer cuando el margen iguala a la prima exigida por el mercado sobre la letra del Tesoro. Hay que tener presente que la amplitud de esa brecha debe ser suficiente para conjugar, al mismo tiempo, las preferencias de la oferta, la demanda y el intermediario. La oferta persigue un coste inferior al del crédito, la demanda una remuneración superior a la de la letra del Tesoro y el intermediario un margen satisfactorio. Mediante un cálculo sencillo puede obtenerse una cuantificación de dichos diferenciales.

Aritméticamente, se tiene que:

$$\begin{aligned} i_p &= i_l + p_l \\ i_p &= i_c - p_c \\ i_c - i_l &= p_c + p_l \\ p_c &= p_e + p_i \end{aligned}$$

FIGURA VI.1
PAGARES DE EMPRESA. TIPOS DE INTERES. BANDA TEORICA DE OSCILACION



siendo:

i_p = el tipo de interés relevante para la demanda de pagarés de empresa (ventas al público).

i_t = el tipo de interés de las letras del Tesoro.

p_f = la prima mínima exigida por la demanda final sobre « i_t ».

i_c = el tipo de interés del crédito bancario.

p_c = el descuento total sobre el tipo del crédito bancario.

p_e = el descuento sobre el tipo del crédito bancario obtenido por el emisor.

p_i = el descuento sobre el tipo del emisor aplicado por el intermediario al demandante final.

Las medias aritméticas que, para plazos de vencimiento de tres meses, se han registrado desde 1987 para cada una de esas variables son las siguientes:

$$\begin{aligned}i_p &= 13,23 \% \\i_l &= 12,68 \% \\i_c &= 16,36 \% \\i_c - i_l &= 3,68 \% \\p_c &= 3,13 \% \\p_i &= 0,62 \% \\p_e &= 2,51 \% \\p_l &= 0,55 \%\end{aligned}$$

Por consiguiente, los tipos de interés negociados en los mercados monetarios desde 1987 han sido tales que, en promedio, han permitido al mercado de pagarés proporcionar al inversor final una rentabilidad antes de impuestos superior a la de la letra del Tesoro en 55 puntos básicos. Este margen incluye el valor financiero atribuido por los agentes a la retención fiscal a cuenta sobre los rendimientos de los pagarés que no soporta la letra. Al mismo tiempo, el coste medio del emisor ha venido siendo sensiblemente inferior al del crédito bancario. Para el cálculo de ese coste, el tipo de interés relevante es el de los pagarés comprados por las entidades de crédito en el mercado primario, cuyo promedio en el período ha sido del 13,85 %. Por lo tanto, el coste aparente de los emisores (p_e) ha sido, en media, un 2,51 % inferior al del crédito. La diferencia entre el 13,85 % pagado por el emisor y el 13,23 % percibido por el público ha sido el margen para el intermediario (p_i).

Por otro lado, los datos evidencian que, desde mediados de 1990, los tipos de interés del mercado interbancario han venido siendo superados sistemáticamente por los de los pagarés de empresa. Ello se debe a que a partir de esa época el mercado de pagarés ha vivido una tensa situación, derivada del racionamiento crediticio al que se vieron sometidas las empresas, lo que se tradujo en una fuerte expansión de la oferta de pagarés y en una elevación del nivel medio de riesgo, como consecuencia de la entrada en el mercado de nuevos emisores de solvencia poco conocida por los operadores habituales del mismo. A ello se añadió, posteriormente, la reducción del diferencial de tipos entre las letras del Tesoro y el mercado interbancario, lo que ejerció una presión alcista sobre los tipos de los pagarés. Por consiguiente, mientras que el coste financiero del emisor siga siendo inferior al de las alternativas crediticias disponibles, no existe ningún obstáculo a que la oferta de pagarés se manifieste por encima de los tipos del interbancario, aunque hasta ahora no se había presentado esta situación (gráfico V.1).

Desde el punto de vista del emisor, la demanda de pagarés se halla concentrada en los intermediarios financieros, únicos con capacidad de absorción y colocación masiva de los valores. El público, por su parte, canaliza sus compras de pagarés a través de los intermediarios financieros, que, de este modo, se constituyen en los únicos oferentes, con la excepción de aquellos inversores institucionales o grandes empresas que, contactando directamente con el emisor, sostienen una parte importante del mercado a la medida y para los que la referencia básica son los tipos de interés del mercado interbancario de depósitos.

Es esta estructura institucional la que posibilita la divergencia entre el coste del emisor y la remuneración del inversor que constituye el elemento fundamental de retribución del intermediario financiero, pues, como ya se ha señalado, la remuneración por comisiones de colocación es poco relevante. Sin embargo, este margen del intermediario no deja de ser un beneficio especulativo expuesto a las oscilaciones que registren los tipos de interés a corto plazo entre la compra primaria y el posterior traspaso de los valores al inversor final. Este período suele ser corto pero, aun así, se produce un incremento de la cartera especulativa con un riesgo variable en función de las posibilidades reales del intermediario para trasladar al inversor las pérdidas que, en su caso, puedan registrarse.

Otro de los elementos de remuneración del intermediario resulta de gestionar la base de cálculo de los intereses. Mientras que los emisores suelen utilizar la *base 360*, con fórmulas de capitalización simple para plazos de vencimiento inferiores al año y de capitalización compuesta en otro caso, los intermediarios emplean la *base 365*, con la consiguiente apropiación de la diferencia. Esta peculiar práctica se traduce, nuevamente, en desalineamientos entre el tipo de interés percibido por el inversor y el coste del emisor. Como se observa en el cuadro VI.1, la diferencia de aplicar bases distintas crece con el plazo de la operación para cada tipo de interés y, a igualdad de plazos, se eleva con el tipo de interés. Dado el tamaño del mercado español, los ingresos de los intermediarios por la gestión de la base son apreciables. Así, por ejemplo, en 1991 las ventas de pagarés al público a tres meses por parte de las entidades de crédito ascendieron a 3.000 mm, aproximadamente, con un tipo medio del 14,5 %, por lo que se puede estimar que los ingresos proporcionados por esta técnica peculiar pudieron acercarse a 1,5 mm.

VI.2. Plazos de vencimiento

La caracterización del mercado de pagarés de empresa como un mercado monetario está íntimamente asociada a los plazos de vencimiento iniciales de los valores que, salvo algunas excepciones poco im-

VI.1. TIPOS DE INTERES
Diferencia de usar base 360 o base 365 (a)

<i>Plazo (días)</i>	<i>Tipo nominal</i>	<i>Interés base 360</i>	<i>Interés base 365</i>	<i>Diferencia</i>	<i>Plazo (días)</i>	<i>Tipo nominal</i>	<i>Interés base 360</i>	<i>Interés base 365</i>	<i>Diferencia</i>
30	12,0	10.000	9.863,0	137,0	90	5,0	12.500	12.328,8	171,2
60	12,0	20.000	19.726,0	274,0	90	6,0	15.000	14.794,5	205,5
90	12,0	30.000	29.589,0	411,0	90	7,0	17.500	17.260,3	239,7
120	12,0	40.000	39.452,1	547,9	90	8,0	20.000	19.726,0	274,0
150	12,0	50.000	49.315,1	684,9	90	9,0	22.500	22.191,8	308,2
180	12,0	60.000	59.178,1	821,9	90	10,0	25.000	24.657,5	342,5
210	12,0	70.000	69.041,1	958,9	90	11,0	27.500	27.123,3	376,7
240	12,0	80.000	78.904,1	1.095,9	90	12,0	30.000	29.589,0	411,0
270	12,0	90.000	88.767,1	1.232,9	90	13,0	32.500	32.054,8	445,2
300	12,0	100.000	98.630,1	1.369,9	90	14,0	35.000	34.520,5	479,5
330	12,0	110.000	108.493,2	1.506,8	90	15,0	37.500	36.986,3	513,7
360	12,0	120.000	118.356,2	1.643,8	90	16,0	40.000	39.452,1	547,9

(a) Para un nominal de un millón en capitalización simple.

VI.2. PAGARES DE EMPRESA
Estructura media por plazos de las nuevas emisiones (a)

Porcentajes

	<i>Hasta 3 meses</i>	<i>De 3 a 6 meses</i>	<i>De 6 a 12 meses</i>	<i>Más de 12 meses</i>
Enero.....	73,0	9,5	11,7	5,9
Febrero.....	74,7	7,2	10,7	7,4
Marzo.....	72,6	7,7	10,4	9,3
Abril.....	74,6	11,8	8,9	4,7
Mayo.....	79,7	10,5	7,1	2,8
Junio.....	75,1	11,9	9,5	3,5
Julio.....	74,8	12,2	8,5	4,5
Agosto.....	77,3	11,0	7,7	3,9
Septiembre.....	80,2	7,8	7,7	4,3
Octubre.....	75,7	8,2	8,8	7,3
Noviembre.....	78,2	6,8	11,9	3,1
Diciembre.....	77,2	7,7	11,8	3,3

Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

(a) Los datos de cada mes son las medias, desde 1987 hasta 1991, de las emisiones brutas registradas en cada plazo, sobre la emisión bruta total.

portantes, no superan los 18 meses (2). En concreto, más del 85 % del papel que se pone en circulación incorpora un plazo de amortización no superior a los seis meses (cuadro VI.2).

El hecho de que la *preponderancia del muy corto plazo* sea una característica siempre presente desde los inicios del mercado sin que se hayan manifestado tensiones en los tipos de interés, evidencia el alto grado de consenso entre emisores e inversores. Ello lleva a pensar que el mercado de pagarés vino a cubrir alguna laguna del sistema financiero español. Con anterioridad a la aparición de este instrumento, la práctica totalidad de la financiación a corto plazo de las empresas, exceptuando el crédito interempresarial, procedía del sistema bancario que, mediante el descuento comercial, los créditos puente y otras fórmulas semejantes, daba respuesta a las necesidades de financiación del circulante empresarial de forma más o menos eficaz. En estas circunstancias, el grado de dependencia del sector empresarial con respecto al sistema bancario era elevado. Por otro lado, el abanico de posibilidades de inversión de los saldos más líquidos accesibles a los inversores se limitaba a los tradicionales productos bancarios, líquidos pero con retribuciones reducidas.

Con la aparición del pagaré de empresa, sin olvidar los restantes valores monetarios públicos contemporáneos, se conseguía una mejor satisfacción de las demandas de diversificación de las empresas en el dise-

(2) Esta corta perspectiva temporal, aparte de expresar las preferencias de los participantes del mercado, no es ajena a la superestructura regulatoria del mercado, recogida en el tercer apartado de este trabajo.

ño de su estructura de capital y, al mismo tiempo, se ampliaba la gama de activos financieros líquidos y rentables a disposición del público inversor.

La variedad de vencimientos en origen viene siendo muy amplia, de modo que se cierran operaciones a *plazos muy diversos*, en particular en el segmento «a la medida». No obstante, la convicción de los agentes participantes de la necesidad de homogeneizar las características de los valores para dar fluidez a su proceso circulatorio, está conduciendo a una estandarización de los plazos. La tendencia general es a reducir el abanico de vencimientos iniciales a múltiplos de tres meses. Incluso en el segmento «a la medida» parece existir un alto grado de acuerdo sobre la necesidad de uniformar plazos de vencimiento.

A pesar de esa brevedad, los plazos efectivos a los que el emisor obtiene financiación en este mercado pueden ser más dilatados, aunque sometidos a la coyuntura del mercado en cada renovación. En este sentido apunta la fórmula del «saldo vivo máximo durante un período de tiempo», mayoritaria en el registro de programas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Así, mediante el mecanismo de las renovaciones sucesivas se puede instrumentar una operación a medio plazo poniendo en circulación valores a corto plazo. En este caso, la estructura financiera del emisor se hace más sensible a los tipos de interés y a la coyuntura general.

Existe una cierta sensibilidad de la estructura por plazos al momento del año en que se realizan las nuevas emisiones, vinculada a la regulación fiscal. En efecto, como ya se ha señalado, los intereses de la inversión en pagarés de empresa están sometidos, a diferencia de los valores públicos alternativos, a retención fiscal en el momento de la amortización o de la venta, a cuenta de la cuota a pagar a mediados del año siguiente. La minimización del efecto financiero de esa retención, además de presionar al alza los tipos de interés, en comparación con los de las letras del Tesoro, conduce a los agentes más sofisticados a preferir plazos de vencimiento menores conforme se aproxima el 31 de diciembre de cada año o, si es inevitable traspasar este umbral, las preferencias se decantan por las amortizaciones próximas al final del año siguiente (cuadro VI.2).

Comoquiera que no todos los demandantes ajustan sus decisiones a esa norma y que en el segmento de «hasta tres meses de vencimiento» coexisten plazos desde una semana inclusive, en las series estadísticas no se encuentra evidencia de este fenómeno, que, no obstante, es reconocido por los actores del mercado. Cabe esperar que, en la medida en que crezca el peso de la demanda institucional, el factor «retención fiscal» explique en mayor medida la evolución temporal intraanual de la demanda de plazos. En particular, las instituciones de inversión mobiliaria,

por manejar fuertes volúmenes de inversión y disfrutar de un tipo de gravamen reducido en el impuesto sobre sociedades (3), tienen un elevado coste de oportunidad de los recursos aplicados a dicha retención y, por consiguiente, en la medida en que aumenten su presencia en el mercado de pagarés, éste se mostrará más sensible a la retención. Este es, probablemente, un frente en el que es necesaria una cierta armonización fiscal interna.

(3) En la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, su tipo de gravamen en el impuesto sobre sociedades quedó fijado en el 1 %.

VII

RESUMEN Y CONCLUSIONES

El mercado español de pagarés de empresa alcanzó su fase de mayor auge a partir del establecimiento de pautas de crecimiento al crédito bancario entre 1989 y 1990. En ausencia de esta medida, el mercado de pagarés de empresa habría aumentado, muy probablemente, sus cotas de difusión, pero, seguramente, a un ritmo menos vertiginoso.

A lo largo de este trabajo se han ido desgranando los elementos más sobresalientes de su organización y funcionamiento durante un período lo suficientemente dilatado como para poder fundamentar conclusiones robustas que, como luego se verá, permiten pensar que el pagaré de empresa se ha instalado en el sistema financiero español con caracteres de permanencia.

En el transcurso de estos años, este mercado ha debido afrontar ciertas perturbaciones que, poniendo a prueba su solidez, actuaron como factores de saneamiento y, en consecuencia, de reforzamiento del mismo. Las principales alteraciones que han afectado a este mercado fueron la promulgación de la ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros en 1985, la aparición de la letra del Tesoro en 1987 y, ya en 1989-1990, la restricción crediticia, de signo opuesto a las anteriores.

Con respecto al *marco regulatorio*, tanto el pagaré de empresa, en cuanto instrumento, como los mercados en que se negocia, no son objeto de una consideración específica, sino que, lógicamente, resultan afectados por los preceptos generales comunes a los activos y mercados financieros privados. En este trabajo se han distinguido cuatro ámbitos: el jurídico-mercantil, el fiscal, el del mercado y el de los movimientos de capital con el exterior.

La importancia relativa del mercado de pagarés de empresa es elevada, tanto si se compara con otros mercados españoles como si se

hace con los de otros países. Internamente, el pagaré de empresa compete con *otras posibles fuentes de captación de financiación* de las empresas no financieras, básicamente con el crédito bancario, con el mercado de renta fija y, en cierta medida, con el crédito interempresarial. En el ámbito nacional, este instrumento concurre, igualmente, con otras *alternativas de colocación de cartera*, tales como las letras del Tesoro y algunos pasivos bancarios.

A diferencia de otros países, el mercado español de pagarés de empresa tuvo un *nacimiento espontáneo*, si bien espoleado por la existencia de algunos obstáculos regulatorios a la circulación financiera, y presenta un nivel de desarrollo superior al de otros mercados europeos. En otros países, los mercados de valores a corto plazo constituyen un cauce de financiación estable para las empresas y su implantación en los respectivos sistemas financieros domésticos es alta. Ello permite pensar que el pagaré de empresa se ha establecido en los mercados financieros nacionales con caracteres de permanencia.

En el *mercado primario* de pagarés se pueden distinguir dos modalidades operativas: subasta competitiva y colocación privada, que a su vez pueden subdividirse en otras dos, dependiendo de si se producen con colaboración de intermediario financiero o sin ella. Las subastas competitivas están reservadas para las emisiones masivas amparadas por programa, normalmente inscrito en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En ellas ocupa un lugar central el agente de subastas que cumple con un conjunto de cometidos que hacen más fluido el proceso de emisión. No obstante, existen emisores que, por disponer de una infraestructura técnica y organizativa suficientemente desarrollada, son capaces de celebrar subastas sin intervención de intermediario.

En contraposición con las subastas, las colocaciones privadas son el mecanismo habitual de emisión de pagarés a la medida. En este sistema no tiene lugar una apelación abierta al mercado, sino que, por iniciativa de la oferta o de la demanda, se producen un reducido número de contactos telefónicos entre entidades conocidas. No obstante, algún emisor muy cualificado realiza subastas periódicas de pagarés a la medida. En este segmento del mercado, la intervención de intermediario financiero no siempre existe. Se tiene conocimiento, además, de la existencia de colocaciones privadas de emisiones seriadas por parte de pequeñas sociedades y de empresarios individuales, normalmente con participación de intermediario financiero.

En comparación con otros países, en España no existen *agencias independientes de calificación* (rating) cuyas evaluaciones gocen de general aceptación entre la comunidad inversora, aunque están en marcha dos iniciativas, en este sentido, impulsadas por las bolsas de Madrid y de

Barcelona. Hasta ahora, el tamaño del mercado puede no haber justificado la implantación de firmas de prestigio mundial que, en el futuro, podrían proveer a la negociación de elementos de valoración de la probabilidad de impago asociada a las diversas emisiones. Es posible que la plena liberalización de movimientos de capital dé lugar a la creación o instalación en España de este tipo de entidades, toda vez que el mercado no podrá seguir funcionando eficazmente sobre la sola base del prestigio o del conocimiento, en gran parte subjetivo, que tenga el mercado del emisor. No en vano, aunque no se han producido situaciones graves de insolvencia en el mercado español de pagarés empresa, los casos más conocidos de impago en el plazo convenido han involucrado a compañías de prestigio y bien conocidas.

La *demanda de pagarés* es ejercida por las empresas no financieras, por las economías domésticas y, en menor medida, por las instituciones de inversión colectiva. Aunque a lo largo del período considerado la demanda de las familias ha superado, en promedio, a la de las empresas, a partir de 1986 son éstas las que absorben la mayor parte del papel puesto en circulación. Cabe esperar, además, que en el futuro las instituciones de inversión colectiva eleven su cuota relativa en este mercado.

En lo que concierne a *la oferta*, se ha venido produciendo un incremento del número de emisores, tanto de empresas no financieras como, aunque no son objeto de este trabajo, de entidades financieras, de Administraciones Públicas territoriales e, incluso, locales. Entre las empresas no financieras, han venido destacando un núcleo reducido de emisores, generalmente empresas públicas, como impulsores de los desarrollos más significativos del mercado. Sectorialmente, la oferta de pagarés está bastante concentrada en los sectores de energía eléctrica, transportes y comunicaciones.

La *empresa típica emisora de pagarés* se caracteriza, en comparación con las restantes, por su mayor dimensión, por estar más endeudada, por tener una estructura financiera más diversificada, por ser menos rentable, particularmente la de propiedad privada, y por registrar un activo circulante neto menor. Por el contrario, no se detectan diferencias significativas en el ratio de coste financiero medio. Consiguientemente, la reducción de la calidad de los activos bancarios, que habitualmente se vincula al proceso de desintermediación financiera, no parece haber operado en el caso español.

En lo que se refiere al *mercado secundario*, se pueden distinguir dos ámbitos. Uno que funciona en el seno de los intermediarios financieros, al margen de cualquier mercado oficial, sin una estructura organizativa definida, y otro organizado. En el primer caso, las operaciones que se realizan pueden ser en firme y con pacto de retrocesión. Estas últimas tie-

nen una importancia menor en el conjunto del mercado, como consecuencia de la brevedad de los plazos de vencimiento iniciales de los pagarés y por los problemas que se derivan de la necesidad de practicar la retención fiscal sobre los rendimientos producidos en cada transacción. En cuanto a las operaciones en firme, se detectan dos variedades: con iniciativa del intermediario o a instancia del inversor. La diferencia estriba en dónde está el origen de las necesidades de liquidez que impulsan la transacción. En unos casos el intermediario tiene necesidad de descargar su cartera de pagarés y busca en el mercado la contrapartida. Este es el segmento más activo, dado que es el cauce usual de distribución del papel absorbido por los intermediarios en el mercado primario. En el polo opuesto, el intermediario recibe demandas de liquidez contra pagarés por parte del mercado.

Aparte de ese sistema informal, *existen dos mercados organizados, uno no oficial y otro oficial*. El no oficial es un mercado privado organizado por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros que, con reconocimiento de la autoridad competente, ha articulado una estructura bastante completa para la negociación secundaria en el segmento mayorista. El mercado oficial se inscribe en el proceso general de renovación del modelo de contratación bursátil de valores de renta fija que, impulsado por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, se encuentra aún en rodaje y en el que todavía no existe negociación alguna con pagarés de empresa.

En cuanto a los *tipos de interés*, se observa un *paralelismo acusado de sus niveles con respecto a los negociados en otros mercados monetarios*, oscilando en torno a los del mercado interbancario de depósitos y dentro de una banda cuyos límites máximo y mínimo corresponden a los tipos del crédito bancario y a los de la letra del Tesoro. Por otro lado, se observa una brecha persistente entre los tipos de interés percibidos por el inversor y el coste financiero del emisor, que en el promedio del período se ha situado en 62 puntos básicos. En el supuesto de las emisiones intermediadas, esa diferencia constituye uno de los elementos principales de remuneración del intermediario. Otro de los motivos de discrepancia entre los tipos de interés del emisor y del inversor se deriva del empleo de bases diferentes para el cálculo de los intereses. Así, los emisores emplean, por lo general, la *base 360*, mientras que los intermediarios utilizan, en sus operaciones con el público, la *base 365*.

Por último, en el trabajo se incide en el aspecto conocido de la *corte - dad de los plazos de vencimiento* de los pagarés que, además, presentan una diversidad relativamente amplia. No obstante, existe una tendencia hacia la simplificación de los plazos que redundaría en una disminución del abanico de vencimientos, con preponderancia de los múltiplos de tres meses.

Tanto en el caso de los tipos de interés como en el de los plazos, se aprecia una cierta sensibilidad de ambas variables a la estructura fiscal relativa. En efecto, debido a la retención fiscal a cuenta de los rendimientos generados por los pagarés, que no soportan las letras del Tesoro, los demandantes más sofisticados se han mostrado sensibles al momento del año en el que se practica la retención. El motivo de ello se encuentra en el coste de oportunidad asignado a la liquidez que, por la aplicación de la retención, se transforma en un activo frente al Estado remunerado a tipo cero. Las mismas consideraciones se manejan para que, a igualdad de todo lo demás, los tipos de interés de los pagarés sean superiores a los de las letras del Tesoro, por incorporar una prima de iliquidez por la retención.

En fin, las perspectivas del mercado español de pagarés de empresa son, en general, alentadoras. No obstante, el hecho de que la fuerte difusión de este mercado durante 1990 haya estado íntimamente asociada a la elusión de las restricciones crediticias, ha hecho albergar ciertas dudas sobre la provisionalidad de su expansión, dudas que, una vez levantados los controles cuantitativos, se han ido despejando conforme discurre el año 1991. En estos momentos, con las incertidumbres propias de cualquier ejercicio de pronóstico a largo plazo, *las perspectivas sobre su evolución futura incorporan más elementos de optimismo que de desaliento.*

El notable desarrollo y difusión que ha alcanzado en los últimos años, proporcionando un cauce de financiación a las empresas flexible y menos costoso que la financiación bancaria, son factores que favorecen el mantenimiento de un flujo de oferta estable. Los intermediarios, por su parte, han encontrado en este mercado posibilidades de negocio nuevas y, al mismo tiempo, su vinculación al mismo parece irreversible. El sistema de intermediación financiera no puede permitirse, en el estado actual y previsible de liberalización en la prestación de servicios financieros, el abandono de áreas de negocio que la clientela demanda, so pena de renunciar a cuota de mercado. En este sentido apunta la puesta en marcha por los intermediarios de un mercado organizado de renta fija, en el que, hasta el presente, los pagarés han ocupado un lugar prominente. Desde el punto de vista de la demanda, es previsible que la inversión colectiva tienda a jugar un importante papel en el desarrollo de este mercado, sobre todo desde el momento de la desaparición del marco regulatorio de ciertos elementos que, en el pasado más reciente, constituían una rémora para ello. Al mismo tiempo, la expansión de la demanda colectiva tendería a desplazar a la demanda minorista de particulares, que podría quedar relegada del mercado, fenómeno éste que ya se está produciendo con la sustitución de las familias por las empresas no financieras como principales demandantes de pagarés de empresa, contribuyendo a reforzar su papel de mercado institucional y mayorista.

BIBLIOGRAFIA

- ARCE PORRES, F. (1982): «Liberalización del mercado financiero y su impacto en la empresa española», en *El mercado de pagarés de empresa*, Instituto de Empresa, diciembre.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1991): «Domestic and international commercial paper markets», en *International banking and financial market developments*, Basle, agosto.
- BERMEJO, R.; CALZADA, B., y GARCIA, P. (1984): «Nuevas fórmulas de financiación», en *Papeles de economía española*, 19.
- CAMPOY, J. (1991): «Mercados de pagarés de empresa. Una comparación internacional», en *Boletín económico*, Banco de España, mayo.
- COLMENAR VALDES, S., (1985): «Los pagarés de empresa», en *Estudios sobre tributación bancaria* (capítulo VIII), Civitas.
- COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1991): «Estadística de colocaciones en el tercer trimestre de 1991 de programas de pagarés registrados en la CNMV», diciembre.
- CHANDY, P., y DUETT, E. (1990): «Commercial paper rating models», en *Quarterly journal of business and economics*, otoño.
- CHULIA, C. (1988): «El mercado de pagarés de empresa en 1987», en *Boletín económico*, Banco de España, marzo.
- (1990): «Los pagarés de empresa y la restricción crediticia», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto.
- GUERRERO, P., y GARRALDA, I. (1984): «Los mercados monetarios en bolsa», en *Información comercial española*, octubre.
- GUTIERREZ, F. (1986): «Pagarés de empresa, política monetaria y mercados crediticios», en Documento interno EC/1986/92, Banco de España, noviembre.
- (1987): «La innovación financiera en España», en *Boletín económico*, Banco de España, mayo.
- ILLESCAS, R. (1986): «Los aspectos sustantivos de la nueva regulación de la letra de cambio, del cheque y del pagaré», en *Revista de derecho bancario y bursátil*, nº 22 (abril-junio).

- ONTIVEROS, E.; BERGES, A.; MANZANO, D., y VALERO, F. (1991): *Mercados financieros internacionales*, Editorial Espasa-Calpe.
- PEDRAJA, P. (1986): *Contabilidad y análisis de balances en la banca* (capítulo 2º), Centro de formación del Banco de España.
- PRETUS, E. (1990): «El Rating. Su aplicación en las entidades financieras», en *Análisis financiero*, diciembre.
- RODRIGUEZ INCIARTE, J. (1982): «Pagarés financieros. Un nuevo sistema de financiación». Ponencia presentada en las *Jornadas sobre el «Mercado de Pagarés de Empresa»*, celebradas en Madrid los días 14 y 15 de octubre.
- (1983): «Pagarés de empresa». Conferencia impartida en las *X jornadas de mercado monetario*, Intermoney.
- SACRISTAN REPESA, M. (1990): «Emisión y descuento de pagarés: pagarés de empresa», en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de comercio, Madrid.
- TORIBIO DAVILA, J. J. (1984): «La innovación financiera en España», en *Papeles de economía española*, 19.