



El mercado de deuda de alta rentabilidad: características y riesgos de un mercado en crecimiento

María del Rosario Martín Martín

Documentos de Trabajo
Nº 61



El mercado de deuda de alta rentabilidad: características y riesgos de un mercado en crecimiento

María del Rosario Martín Martín (*)

Documentos de Trabajo

Nº 61

April 2015

(*) María del Rosario Martín Martín pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

María del Rosario Martín Martín is a member of the Research, Statistics and Publications Department, CNMV.

The opinions in this Working Paper are the sole responsibility of the authors and they do not necessarily coincide with those of the CNMV.

The CNMV publishes this Working Paper Series to enhance research and contribute towards greater knowledge of the stock markets and their regulation.

The CNMV distributes its reports and publications via the internet at www.cnmv.es

© CNMV. The contents of this publication may be reproduced, subject to attribution.

María del Rosario Martín Martín pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición electrónica): 2172-7147

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Resumen

La deuda de grado especulativo, es decir aquella con calificación por debajo de BBB- o no calificada, ha registrado importantes crecimientos en los últimos años, impulsada, entre otros factores, por una rentabilidad superior a la de otros activos de inversión, tasas de impago relativamente reducidas y la diversidad de los sectores económicos a los que pertenecen los emisores, lo que convierte a estos valores en una opción atractiva para los gestores de carteras. El interés por este tipo de valores, también conocidos como bonos de alta rentabilidad, se ha trasladado en cierta medida a los mercados secundarios, donde ha aumentado también el número de transacciones, impulsando los precios al alza. Todo ello está generando un debate sobre la sostenibilidad del crecimiento de este mercado. Así, mientras que algunos agentes sostienen que en los últimos años el mercado de la deuda especulativa ha madurado, en otros se suscita la duda de si se está produciendo una correcta valoración de los riesgos asumidos por los inversores al incorporar en sus carteras estos activos de alta remuneración y riesgo elevado. El debate se produce, además, en un momento en el que se percibe un claro interés en el ámbito europeo por el desarrollo de los mercados de deuda corporativa como una fuente de financiación adicional para las empresas que reduzca su dependencia de la financiación bancaria. Teniendo en cuenta estos antecedentes, el presente trabajo revisa la evolución reciente y las principales características de los mercados de bonos de alta rentabilidad y analiza los elementos de riesgo que podrían poner en peligro su desarrollo y afianzamiento como fuente de financiación viable para la economía real.

Índice general

1	Introducción	11
2	Características y evolución reciente de la deuda de grado especulativo	13
2.1	Características de los valores de alta rentabilidad	15
2.2	Factores que han impulsado al mercado de deuda de alta rentabilidad	18
2.3	El mercado español de bonos	22
3	Peculiaridades del mercado secundario de bonos de alta rentabilidad	25
3.1	Características de las operaciones en mercado secundario	25
3.2	Comportamiento de los bonos de alta rentabilidad en los mercados secundarios	28
4	Potenciales fuentes de riesgo del mercado de bonos de alta rentabilidad	33
5	Conclusiones	39
6	Bibliografía	41

Índice de gráficos

GRÁFICO 1	Emisión de bonos de alta rentabilidad: 2000-2014	19
GRÁFICO 2	Emisores y compradores de bonos de alta rentabilidad en 2014	19
GRÁFICO 3	Rentabilidad de los bonos especulativos estadounidenses vs bonos especulativos europeos	21
GRÁFICO 4	Saldos vivos y tasas de impago de la deuda especulativa	22
GRÁFICO 5	Financiación de las empresas españolas: emisiones de renta fija y crédito bancario	23
GRÁFICO 6	Calificación de las emisiones de empresas españolas - Julio de 2014	23
GRÁFICO 7	Emisión de deuda especulativa por sectores en 2014	24
GRÁFICO 8	Evolución del rendimiento de los índices europeos y estadounidenses de bonos de alta rentabilidad	29
GRÁFICO 9	Volatilidad de la deuda corporativa estadounidense: 2004-2014	30

Índice de cuadros

CUADRO 1	Perfil de las empresas activas en el mercado de deuda corporativa en 2011	14
CUADRO 2	Número de veces que negocia un valor de renta fija: Julio 2010-Junio 2011	27

1 Introducción

La delicada situación financiera de parte del sector bancario a consecuencia de la crisis junto con los mayores niveles de solvencia y liquidez requeridos a los bancos, en línea con el marco prudencial que supone Basilea III, han provocado una disminución de la financiación que tradicionalmente estas entidades concedían a la economía real. Con una disponibilidad de crédito reducida, las empresas se están volviendo, cada vez más hacia el mercado de deuda. El crecimiento de este mercado apunta a un cambio estructural de los esquemas de financiación empresarial, especialmente, en áreas económicas tradicionalmente dependientes de la banca, como Europa.

El acercamiento de las empresas a los mercados se ha visto favorecida por la creciente demanda entre los inversores de deuda corporativa. Después de varios años en los que la seguridad era la prioridad de sus estrategias de inversión, ahora comienzan a buscar activos que les proporcionen mayores rentabilidades.

De esta confluencia de intereses entre emisores e inversores se han beneficiado los mercados de deuda, que han experimentado un notable crecimiento durante los últimos años. La expansión no sólo afecta a las emisiones que reciben una calificación crediticia dentro del denominado grado inversión (calificaciones comprendidas entre AAA y BBB-), sino también las calificadas como deuda de grado especulativo o de alta rentabilidad (calificación por debajo de BBB- y emisiones no calificadas).

No es la primera vez que la deuda especulativa experimenta un rápido crecimiento. En los años ochenta este tipo de valores adquirieron gran protagonismo debido al auge de las operaciones de compra apalancada (*leveraged Buyout*- LBO) en las que pequeñas empresas, algunas de ellas creadas *ex-profeso*, obtenían mediante la emisión de bonos de alta rentabilidad los recursos necesarios para comprar compañías de mucho mayor tamaño en dificultades financieras pero con un patrimonio sólido. Una vez realizada la adquisición, los bonos se amortizaban con ese patrimonio.

La desaceleración económica de los años noventa hizo que muchas de esas empresas quebraran o fuesen incapaces de hacer frente a las obligaciones económicas derivadas de estos valores, afectando a un gran número de inversores. A partir de entonces, este segmento de mercado quedó afectado por un cierto estigma al considerarse que aglutinaba, únicamente, valores de baja calidad crediticia, alto riesgo y vinculados a operaciones con marcado carácter especulativo.

En los últimos años, los mercados de deuda especulativa están viviendo una nueva etapa dorada. El presente documento recopila los elementos que están favoreciendo este nuevo crecimiento y analiza los riesgos asociados al mismo.

A diferencia de los años ochenta, las emisiones actuales no aparecen ligadas a operaciones de LBO¹, sino que obedecen a la necesidad de refinanciación de las empresas en el entorno de restricción del crédito bancario apuntado anteriormente. En general, una rentabilidad superior a la ofrecida por el resto de opciones financieras junto con las bajas tasas de impago mostradas por los emisores en los últimos años, la diversidad de sectores económicos para los se pueden encontrar opciones de inversión y la percepción de que ahora el mercado secundario para estos valores es más activo que en el pasado, hacen que los valores de alta rentabilidad se presenten como una opción atractiva para los gestores de carteras de activos financieros.

Este trabajo está organizado de la siguiente forma: el apartado segundo revisa las principales características de los valores de alta rentabilidad, así como la evolución en los últimos años del mercado primario, incluyendo la actividad emisora de las empresas españolas. El tercero aborda las características de los mercados secundarios de deuda especulativa. El cuarto apartado hace hincapié en los factores de riesgo que el crecimiento actual de estos valores podría estar introduciendo en el conjunto del sistema financiero. El documento se cierra con un apartado de conclusiones.

1 Las emisiones de deuda especulativa para la financiación de operaciones LBO representaron, únicamente, el 4% del total emitido durante el primer semestre de 2014. Fuente: S&P Capital IQ/LCD.

2 Características y evolución reciente de la deuda de grado especulativo

Las estrategias diseñadas por las compañías para afrontar sus necesidades de financiación son muy variadas y evolucionan según las circunstancias a las que éstas se vean sometidas. En principio, el crédito bancario y los mercados de renta fija y variable se presentan como fuentes de financiación relevantes.

También es cierto que, tradicionalmente, el sector empresarial en algunos países es más dependiente de la banca que en otros. En España, el 78% de la financiación empresarial se realiza a través de los bancos, porcentaje que contrasta con el 45% de Francia o el 30% de los Estados Unidos. En estos últimos países los mercados de deuda adquieren una posición relevante para las empresas a la hora de buscar dinero con el que financiar su actividad diaria o sus proyectos de crecimiento.

No obstante, los mercados de renta fija no están disponibles para cualquier tipo de empresa. Las pequeñas y medianas empresas, en adelante pymes, siguen teniendo a los bancos como principales financiadores debido al tamaño de las transacciones que realizan o a la naturaleza local de la mayoría de sus relaciones comerciales. Sin embargo, la financiación bancaria a este tipo de empresas se ha visto muy reducida en los últimos años debido, principalmente, al proceso de desapalancamiento del sector bancario y a los cambios regulatorios que han encarecido, en términos de consumo de capital, el préstamo a este segmento empresarial, más arriesgado y menos líquido que el resto.

Así pues, el tamaño supone uno de los primeros filtros de acceso a los mercados de renta fija, que es todavía más importante si se pretende acceder a este tipo de financiación en mercados internacionales. Existe un coste fijo de acceso a estos mercados que es más fácil de asimilar para las empresas grandes que para las pequeñas; una vez superado, el coste medio de una emisión disminuye. En general, se considera que el coste y el tamaño medio por operación en estos mercados queda fuera del alcance de compañías con facturaciones por debajo de los 500 millones de euros².

El cuadro 1 ilustra la mayor participación en los mercados de deuda de las pymes estadounidenses, en comparación con las europeas. Sin embargo, el acceso a los mercados de las empresas europeas de menor tamaño ha aumentado en los últimos años; en 2013, se triplicaron las operaciones realizadas por sociedades con EBITDA inferior a los 100 millones de dólares, llegando a representar el 18% del total emiti-

2 AFME y O. Wyman (2013)

do. Además, las emisiones de empresas con EBITDA menor que 50 millones de dólares alcanzaron un máximo al llegar a los 2.000 millones de dólares³.

Perfil de las empresas activas en el mercado de deuda corporativa en 2011

CUADRO 1

Tamaño por ingresos anuales	% Compañías activas en el mercado de deuda	
	Unión Europea	Estados Unidos
Menos de 500 millones de dólares	Menos del 5%	5-10%
Entre 500 y 5.000 millones de dólares	30-40%	50-60%
Entre 5.000 y 20.000 millones de dólares	70-80%	90-100%
Más de 20.000 millones de dólares	100%	100%

Fuente: AFME y O. Wyman (2013), «Unlocking funding for European investment and growth».

Además del tamaño, otro de los obstáculos para el acceso a los mercados de deuda son los continuados descensos de la calificación crediticia a los que se han visto sometidos numerosos grupos empresariales. Entre los factores que han llevado a la bajada de los *rating* corporativos se encuentran el deterioro de los resultados y las expectativas de algunas empresas como consecuencia del retraimiento económico de algunos países, el alto apalancamiento asumido por muchas empresas durante los años de crecimiento económico y el efecto inducido por las rebajas de las calificaciones soberanas⁴. De acuerdo con los datos publicados por la agencia FitchRatings⁵, el 40% de las calificaciones de empresas no financieras se encuentran en el nivel BBB y, únicamente, en torno al 20% está por encima de esta calificación.

A raíz de la crisis financiera, muchas de estas empresas, pymes o con bajas calificaciones crediticias, encontraron dificultades para refinanciar su deuda bancaria y los mercados de deuda especulativa se presentaron como una alternativa viable. De las emisiones realizadas durante la primera mitad de 2014, el 28% sirvió para reemplazar emisiones vencidas, el 13% para sustituir deuda bancaria y el 13% obedecía a otro tipo de refinanciaciones⁶.

El dinamismo del mercado de deuda especulativa, está beneficiando a las empresas de varias maneras. En primer lugar, permite acceder a financiación, en ocasiones, en mejores condiciones de las que los bancos están dispuestos a ofrecer en estos momentos. Así mismo, el predominio de los tipos fijos en estos valores, facilita el control de los flujos financieros y el escenario actual de tipos de interés bajos, supone significativos ahorros. Por último, diversifican sus fuentes de financiación reduciendo su dependencia de los bancos para la gestión de la deuda.

3 Según datos publicados por la agencia de calificación Moody's y disponibles en https://www.moody.com/research/Moodys-More-smaller-European-companies-issuing-high-yield-bonds--PR_284489?WT.mc_id=NLTITLE_YYYYMMDD_PR_284489%3c%2fp%3e

4 En este sentido, véase, el análisis sobre los efectos en cascada inducidos por los descensos de la calificación crediticia de la deuda soberana española que se ofrece en el recuadro 5 del «Informe sobre los mercados y sus agentes: situación y perspectivas», publicado en el Boletín de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2012.

5 Véase FitchRatings (2014). The Cost of Economic Recovery: Rating Stabilisation but «BBB» the New Form»

6 Fuente: S&P Capital IQ/LCD, disponible en <http://www.highyieldbond.com/primer/#!the-leveraged-loan-investor-market>

2.1 Características de los valores de alta rentabilidad

A pesar de tratarse de valores de renta fija, los bonos de alta rentabilidad presentan una serie de rasgos específicos que obedecen, en gran medida, a la naturaleza del emisor de estos valores, y en ocasiones también al tipo de inversor que incorpora estos activos financieros en su cartera. Todo ello hace que el diseño de estos productos se realice de manera individualizada y es difícil hablar de un producto estandarizado en este segmento de mercado.

A lo largo del apartado se analizarán diferentes aspectos económicos de estos valores como son: el plazo de vencimiento, el tipo de remuneración, el orden de prelación que asumen dentro de las obligaciones del emisor, las garantías adicionales que suelen incorporar y, por último, el conjunto de reglas en las que el emisor y el inversor acuerdan una serie de actuaciones en el caso de producirse determinados escenarios, conocidas como *covenants*.

Vencimiento

La mayor parte de estos valores son instrumentos financieros a largo plazo⁷. En concreto, el 70% de las emisiones realizadas en el año 2014 tenían entre 5 y 10 años de vida⁸.

Con carácter general, los bonos de alta rentabilidad se emiten con una única fecha de vencimiento en la cual se reembolsa al inversor el principal de los bonos. Sin embargo, es habitual que el emisor se reserve una opción de amortización anticipada pasado el ecuador de la vida del valor. A los inversores les resultan interesantes aquellas estructuras que incorporan un periodo inicial sin derecho de amortización anticipada, ya que pueden asegurarse una rentabilidad mínima y eliminan el riesgo de reinversión en fechas demasiado cercanas al desembolso inicial.

La creciente demanda de este tipo de valores durante los últimos años, ha permitido a los emisores incorporar cláusulas que les proporcionan mayor flexibilidad a la hora de decidir si mantienen en circulación una determinada emisión o no. En particular, ha aumentado la inclusión de cláusulas que habilitan al emisor para llevar a cabo amortizaciones anticipadas durante los periodos en los que inicialmente no estuviese prevista esa posibilidad. Así, la mayoría de los bonos de alta rentabilidad emitidos durante el año 2012 contemplaban la posibilidad de que el emisor recomprase los bonos aún en los periodos no habilitados para ello, a cambio del pago de una remuneración mayor⁹.

7 Numerosos organismos internacionales como el Consejo de Estabilidad Económica o el Banco Mundial definen financiación a largo plazo como aquella con plazos de vencimiento que exceden los cinco años. Desde el punto de vista contable, las empresas las empresas deben considerar financiación a largo plazo toda aquella con vencimiento superior a 12 meses.

8 Fuente: AFME.

9 El importe de esa compensación suele estar formada por: un 10% adicional sobre el nominal, más el valor actual de todos los intereses que debería haber percibido el inversor desde la fecha de amortización anticipada hasta el vencimiento incrementados en torno a los 50 puntos básicos.

Otro mecanismo para rescatar anticipadamente parte de la deuda emitida es la amortización parcial, normalmente en torno al 35% del volumen inicialmente emitido y también fuera de las fechas habilitadas para ello, utilizando fondos que el emisor haya obtenido a través de ampliaciones de capital¹⁰. Con esta actuación, el inversor se beneficia ya que el emisor está fortaleciendo el capital de la empresa y puede suponer una mejora de la calificación crediticia de los bonos lo cual repercute en la calidad de su cartera.

Tipo de interés

El pago de un cupón fijo es la forma más habitual de remuneración de estos bonos, aunque también pueden encontrarse tipos de interés variables vinculados a un tipo de interés de referencia, como el EURIBOR o el LIBOR, más un diferencial.

Una alternativa al tradicional cupón es el pago en especie o la combinación de pago en efectivo y en bonos. Los denominados PIK o PIK-toggle¹¹ resultan ventajosos a los emisores ya que permiten posponer la necesidad de reunir el efectivo necesario para hacer frente a los pagos periódicos lo cual resulta interesante desde el punto de vista de gestión de sus flujos de tesorería. Este tipo de emisiones que era prácticamente residual en el año 2010, alcanzó los 12.000 millones de dólares en Estados Unidos en el año 2013. Durante la primera mitad de 2014, se contabilizaron emisiones por 8.000 millones de dólares, más del doble de las registradas en el primer semestre del año anterior¹².

El calendario de pagos de los bonos se fija en función de la previsión de tesorería futura del emisor, aunque para garantizar el éxito de una emisión también hay que tener en consideración el interés de los potenciales suscriptores. Los bonos a tipo de interés fijo suelen realizar los pagos con carácter semestral, mientras que los de tipo variable, normalmente, efectúan pagos trimestrales.

Subordinación

Normalmente, este tipo de valores adopta una posición subordinada en los órdenes de prelación de pagos. Incluso cuando no se emiten con la consideración explícita de valores subordinados, la prioridad en el cobro puede venir condicionada por una variedad de factores. Así por ejemplo, los bonos emitidos por las compañías cabeceras de grupos societarios, que normalmente son meras tenedoras de participaciones, están estructuralmente subordinados en relación a valores semejantes emitidos por las empresas que, efectivamente, llevan a cabo la actividad social del grupo y, en consecuencia, recuperan las cantidades impagadas más tarde. Ello es

10 Este tipo de operativa es conocida por su denominación en inglés *equity clawback*.

11 El nombre responde al acrónimo inglés de *paid in-kind*. Los PIK-toggle son los que alternan el pago en efectivo y el pago en bonos.

12 De acuerdo con datos publicados por S&P Capital IQ a 30 junio de 2014. Un ejemplo de este tipo de valores es la emisión realizada por Befesa en 2013. Esta empresa española colocó bonos del tipo PIK-toggle por valor de 150 millones de euros, con vencimiento en 2018 y a un tipo de interés del 10,5% si pagaba en efectivo, 11,25% si pagaba en valores adicionales.

debido a que la deuda de las empresas operativas del grupo suele contener restricciones de pagos a su matriz, de manera que ésta última no tendría acceso ni al efectivo ni a los activos en manos de aquellas. Además, en caso de liquidación de una empresa operativa, ésta deberá pagar todas las cantidades adeudadas a sus acreedores, normales y subordinados, antes de distribuir los remanentes, si los hubiera, a sus accionistas.

Garantías adicionales

Aunque la mayoría de los bonos de alta rentabilidad se emiten sin garantías adicionales a la del patrimonio del emisor, es posible encontrar bonos respaldados adicionalmente por una o varias compañías pertenecientes al mismo grupo o por activos concretos. Según un estudio¹³ llevado a cabo entre 939 operaciones formalizadas entre 2011 y 2013, el 54% de los bonos garantizados emitidos contaban con primeras garantías, el 25% con segundas garantías y el 21% habían diseñado un esquema en el que se articulaban primeras garantías sobre determinados activos y segundas sobre otros.

Covenants

El perfil de riesgo de la inversión en bonos de alta rentabilidad y la mayor probabilidad de sufrir un impago hace que este tipo de valores incorpore, en mayor medida que otras deudas corporativas con mayor calificación crediticia, un conjunto de reglas en las que el emisor y el inversor acuerdan una serie de cláusulas de actuación, conocidas como *covenants*. El objeto de este tipo de cláusulas es proteger al bonista de aquellas actuaciones que puedan perjudicar sus intereses.

En concreto, es habitual incluir el cumplimiento de determinadas ratios que limiten la capacidad de endeudamiento del emisor¹⁴. También con el objetivo de evitar cualquier actuación que pudiera deteriorar el valor de la compañía, se suelen establecer limitaciones a la venta de activos a menos que el dinero se reinvierta en la empresa antes de un plazo de tiempo determinado, normalmente menos de un año o, alternativamente, se ofrezca a los tenedores de bonos la recompra de los valores.

La restricción de pagos en forma de dividendos a los accionistas, compras societarias, inversiones o salidas de efectivo por cualquier otro concepto de la caja de la sociedad emisora de estos valores también suele ser exigido por parte de los inversores potenciales, en concreto los posibles desembolsos suelen estar limitados a una horquilla que oscila entre el 15% y el 20% del EBITDA. Con ello, no solo se pretende evitar que se ponga en peligro el cumplimiento del calendario de la deuda, sino que se altere el orden de prelación de los titulares de deuda en las sociedades operativas en favor de los deudores de otras sociedades pertenecientes al grupo consolidable.

13 Proskauer (2014), «Global High Yield Study» disponible en http://www.womensprivateequitysummit.com/pdf/2014_Global_High-Yield_Bond_Study.pdf

14 Entre las más utilizadas están la de cobertura de intereses o la de apalancamiento.

El orden de prelación en los pagos de valores de alto riesgo, como es el caso, resulta esencial para los inversores, razón por la cual buscan restringir la capacidad de emisor para garantizar con activos concretos otras deudas emitidas por ellos mismos o por alguna otra sociedad perteneciente al grupo. Otra manera de proteger la posición en la cascada de pagos es incluir cláusulas de garantía negativa, con las cuales, un acreedor ordinario consigue obtener alguna garantía adicional si los gestores de la empresa deciden emitir nueva deuda.

Las situaciones de cambio de control o fusión de una compañía suelen ser, también, objeto de consideración, ya que los inversores intentan prevenir que el nuevo marco corporativo deje de hacer frente a las obligaciones pactadas por las anteriores estructuras societarias. Por ello, es habitual incluir una opción de venta de los bonos por parte de los inversores a la compañía en el caso de que ésta cambie sus accionistas de control o, directamente, que los bonistas puedan abortar cualquier intento de fusión con otras empresas, a no ser que la sociedad resultante de la fusión declare expresamente su voluntad de asumir las obligaciones derivadas de esa deuda y los inversores puedan comprobar que se encuentra en condiciones para ello mediante el cumplimiento de unos determinados ratios de endeudamiento proforma.

La gran mayoría de las emisiones incluyen un *covenant* conocido como de suspensión o cancelación que permite retirar algunas de las restricciones mencionadas anteriormente en el momento en el que el emisor alcance una calificación crediticia dentro del nivel de inversión

Además de los *covenants* mencionados hasta ahora, hay otros menos utilizados que inversores o emisores pueden considerar más o menos relevantes a la hora de plantearse una operación de este tipo. En todo caso, los emisores tratan siempre de conseguir la máxima flexibilidad y asegurarse un amplio margen de maniobra en la gestión de su empresa, mientras que los bonistas procuran mantener a la compañía dentro de unos parámetros de solvencia y liquidez que permita al deudor hacer frente a sus compromisos financieros y proteger su inversión.

En ningún caso los *covenants* pueden dar al bonista un control significativo sobre la estrategia de gestión de la compañía, ni contribuir al estancamiento o la disminución del valor de la empresa.

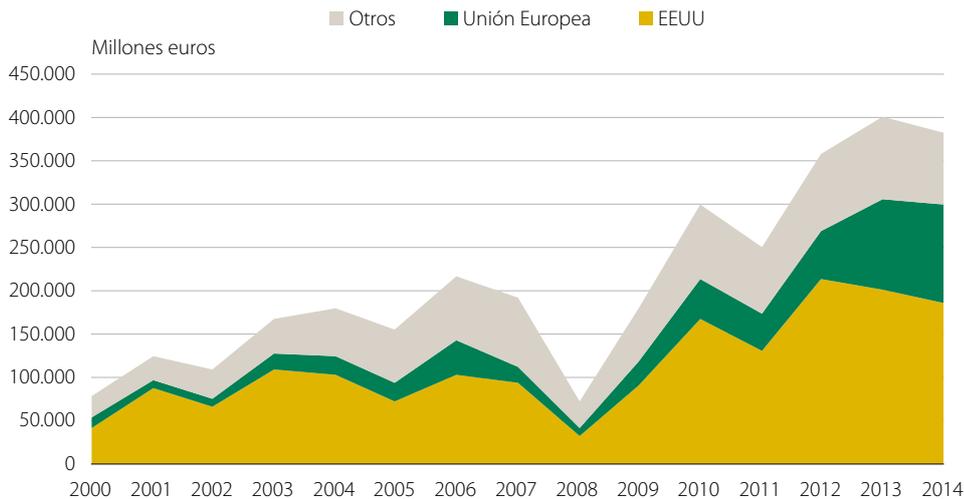
2.2 Factores que han impulsado al mercado de deuda de alta rentabilidad

A pesar del riesgo inherente a este tipo de valores, lo cierto es que los volúmenes de emisión han experimentado un aumento significativo durante los últimos años. Así, por ejemplo, entre los años 2009 y 2014, las emisiones de bonos de alta rentabilidad a nivel mundial se duplicaron, pasando de 180.099 millones de euros a 383.696 millones de euros.

El mercado más relevante fue el estadounidense, que en 2014, generó el 48,8% del total (ver gráfico 1). Con todo, el segmento de alta rentabilidad sigue siendo relativamente pequeño: el año pasado representó únicamente el 10% de toda la renta fija privada emitida.

Emisión de bonos de alta rentabilidad: 2000-2014

GRÁFICO 1

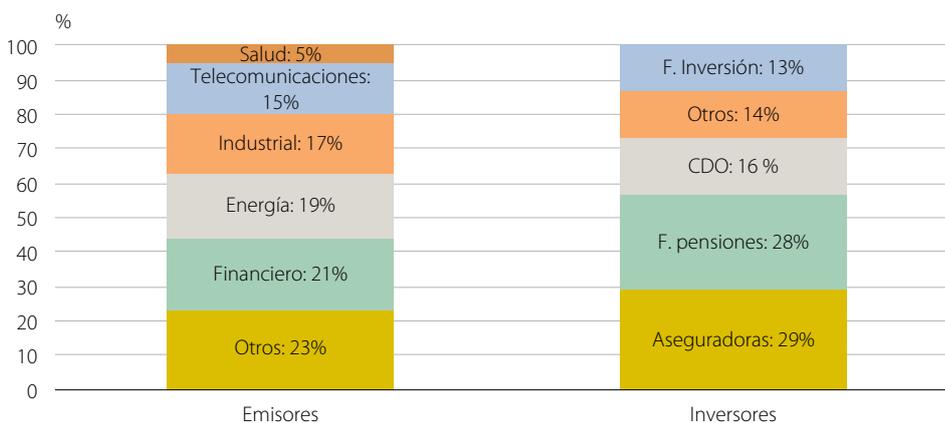


Fuente: Dealogic.

Algunos de los sectores económicos más activos en estos mercados, además del financiero, son el de las telecomunicaciones o la energía, también habría que mencionar a las empresas tecnológicas o las farmacéuticas (ver gráfico 2). Una parte importante de estas empresas se caracteriza por ser intensivas en el uso de capital, por lo que los mercados de deuda son una herramienta imprescindible para diversificar sus fuentes de financiación. También hay que tener en cuenta que en los últimos años los gastos de expansión de las compañías se han visto restringidos por lo que muchas de ellas están aprovechando los remanentes y la creciente demanda de deuda corporativa, más aún la de grado especulativo, para reestructurar sus esquemas de financiación, sustituyendo deuda bancaria o valores emitidos en años anteriores por deuda nueva.

Emisores y compradores de bonos de alta rentabilidad en 2014

GRÁFICO 2



Fuente: Dealogic.

Es habitual que las empresas efectúen este tipo de operaciones a través de sociedades cuyo objeto social está enfocado a la gestión de las necesidades financieras del grupo, bien captando recursos en los mercados financieros, bien distribuyéndolos

entre las distintas empresas en función de sus necesidades en cada momento. Entre los beneficios de una gestión centralizada de la tesorería, además de reducir los gastos financieros bancarios, está el de poder negociar mejores precios para la deuda emitida, gracias a los mayores volúmenes manejados en las emisiones.

Por la parte compradora, las compañías aseguradoras y los gestores de carteras de activos se posicionan como los principales inversores en este tipo de operaciones. El procedimiento más habitual para adquirir bonos de alta rentabilidad es, normalmente, a través de la participación en las colocaciones privadas que realizan los emisores¹⁵.

A diferencia de los Estados Unidos, donde los principales agentes económicos involucrados en este mercado: inversores profesionales (*hedge funds*, fondos de inversión, aseguradoras, etcétera) y los intermediarios en este tipo de operaciones (coordinadores, colocadores, *book runners*, etcétera), han unificado y homogeneizado la documentación y los procesos para este tipo de operaciones, en el contexto europeo no existe una situación semejante. Para corregir esta carencia, en junio de 2014 a instancias de las principales asociaciones de profesionales de los mercados financieros¹⁶, se creó el *Pan-European Private Placements Working Group*, cuyo objetivo es impulsar la creación de un mercado a nivel europeo de colocaciones privadas de deuda corporativa. El grupo tomará como punto de partida los trabajos realizados para la creación de los *Europe Private Placements* (Euro PP) llevados a cabo por diferentes partícipes de la industria financiera francesa. El mercado de Euro PP comenzó a funcionar a principios de 2013 y, en ese año, registró operaciones por 7.000 millones de euros. Un Euro PP puede tomar la forma de un bono o de un préstamo, normalmente sin calificación crediticia y, aunque puede ser transferible, se adquieren con la intención de mantenerlos hasta vencimiento. Se trata de un mercado en el que el emisor negocia con un número limitado de inversores los términos de la deuda, aunque con un marco contractual específico basado en las mejores prácticas internacionales, la autoregulación y la adopción de las prácticas habituales en los mercados financieros.

Rentabilidad atractiva para emisores e inversores

La rentabilidad ofrecida por la deuda especulativa es uno de sus principales atractivos, tanto para inversores como para emisores.

El tipo medio ponderado ofrecido por los bonos europeos de alto rendimiento en 2014 fue del 5,59%, lo cual contrasta con la rentabilidad ofrecida por la deuda públi-

15 Las colocaciones privadas de valores aparecen en la legislación, normalmente, como el ámbito de todo aquello que no constituye una colocación pública. A modo de ejemplo se puede mencionar la legislación española que en el Real Decreto 1310/2005, artículo 38.1, enumera las características de aquellas operaciones que no constituyen oferta pública de valores. Las colocaciones privadas de valores están exceptuadas de registrar un folleto informativo y ponerlo a disposición del público en el momento de la venta y, posteriormente, de elaborar información pública con carácter periódico durante la vida de los mismos.

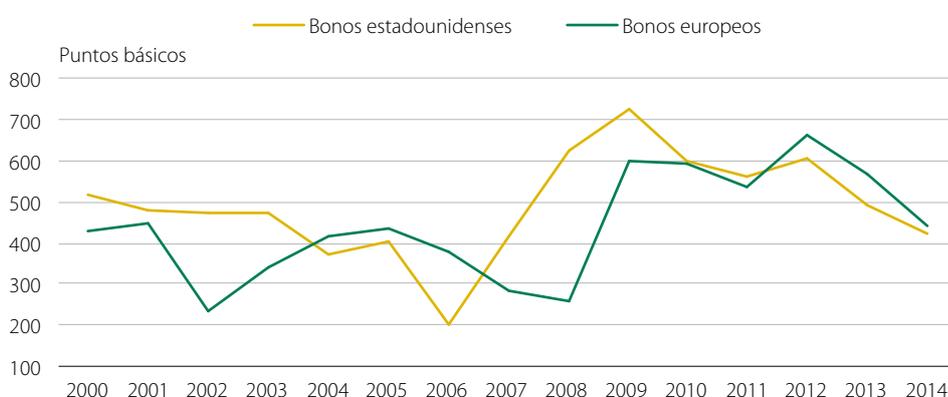
16 Las asociaciones involucradas en este grupo de trabajo son: International Capital Market Association (ICMA), Association for Financial Markets in Europe (AFME), Association of British Insurers (ABI), European Private Placement Association (EU PPA), French Euro Private Placement (Euro PP) Working Group y Loan Market Association (LMA)

ca de países como Alemania y España que, en diciembre de 2014, colocaron en los mercados bonos a cinco años al 0,24% y al 0,9%, respectivamente¹⁷.

La presión de la demanda de este tipo de valores en los mercados, impulsada en gran medida por las medidas de política monetaria expansivas del Banco Central Europeo, ha permitido a los emisores rebajar el tipo de interés ofrecido en sus bonos (el tipo de interés medio de las emisiones en Europa se redujo un punto porcentual en 2014). A pesar de ese descenso, el precio de la deuda especulativa europea se ha mantenido por encima de la deuda estadounidense en los dos últimos años (ver gráfico 3), razón por la cual muchos emisores europeos, especialmente bancos, se han decantado por realizar emisiones en dólares destinadas a inversores estadounidenses.

Rentabilidad de los bonos especulativos estadounidenses vs bonos especulativos europeos

GRÁFICO 3



Fuente: Dealogic.

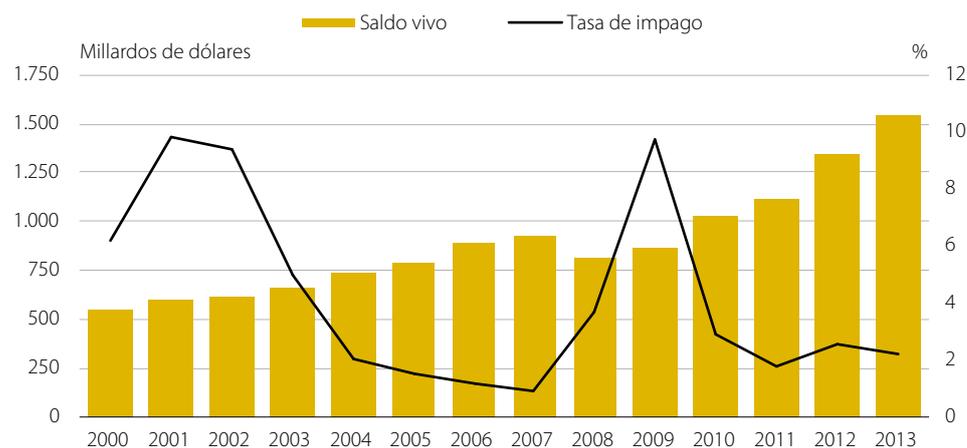
La búsqueda de rentabilidad también ha llevado a los inversores a explorar mercados menos tradicionales como pueden ser los asiáticos donde, por ejemplo, los bonos corporativos chinos han llegado a pagar hasta 1,2 puntos porcentuales más que los bonos de alta rentabilidad estadounidenses.

Bajo nivel de impago

Otro de los factores que está favoreciendo el crecimiento del mercado de deuda especulativa es el bajo nivel de impago registrado por los bonos de alta rentabilidad durante los últimos años; en concreto, en 2013, los bonos europeos registraron una tasa de impago del 3,3% y del 2,12% los estadounidenses.

En un entorno económico en el que las economías más desarrolladas, Estados Unidos, Unión Europea y Japón principalmente, comienzan a mostrar indicios de estabilización en unos casos y claros signos de recuperación en otros, los inversores prevén que muchas de las empresas mejoren sus expectativas financieras y se vean recompensadas con aumentos en la calificación de su deuda, lo cual supondría una mejora en la calidad de las carteras de inversión manteniendo altos niveles de rentabilidad.

17 Fuente: Scope Ratings, Tesoro Público Alemán y Tesoro Público Español.



Fuente: Dealogic y Standard&Poors.

Esta favorable combinación de rentabilidad y riesgo está favoreciendo la entrada de nuevos perfiles de inversores; así los bonos de alta rentabilidad, que hasta hace unos pocos años eran adquiridos únicamente por inversores especializados en exposiciones a valores de alto riesgo como los *hedge funds*, comienzan a estar presentes en carteras de inversores mucho más conservadores como fondos de pensiones o compañías aseguradoras. Entre los beneficios que los gestores de carteras esgrimen para defender la toma de posiciones en deuda especulativa están la obtención de rendimientos, la diversificación de las carteras y la cobertura que supone este tipo de activo ante posibles subidas del tipo de interés o de la inflación.

2.3 El mercado español de bonos

El proceso de reestructuración que ha afectado a una parte significativa del sector financiero español se ha sumado a los factores que, con carácter general, han provocado una disminución notable de la financiación bancaria a la economía real. De acuerdo con los datos publicados por el Banco de España, la financiación bancaria destinada a actividades productivas cayó un 34% entre diciembre de 2010 y septiembre de 2014¹⁸. Por ello, y al igual que en otros países, el sector empresarial español ha buscado alternativas a esta fuente de financiación. Una de ellas ha sido el recurso a los mercados internacionales de capital para sustituir la deuda bancaria vencida. Este recurso se observa, principalmente, en el ámbito de las empresas de mayor tamaño, aunque también se percibe un cierto efecto arrastre en otras empresas más pequeñas y no tan acostumbradas a los entornos financieros internacionales.

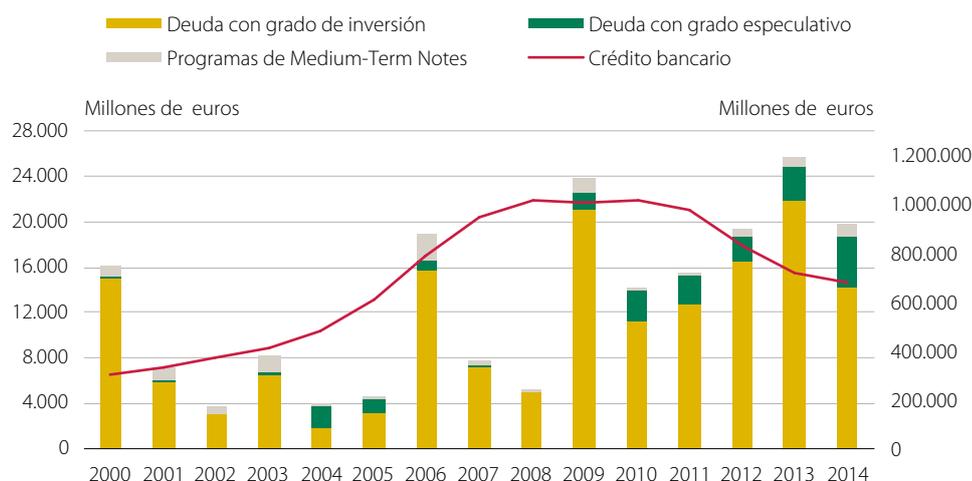
Con todo, las entidades financieras siguen siendo las que mayores volúmenes de deuda emiten; en el año 2014, las entidades financieras españolas emitieron 40.108 millones de euros frente a los 15.433 millones de euros de las no financieras¹⁹.

18 Fuente: Banco de España.

19 Fuente: Dealogic. Para las emisiones de entidades financieras se están considerando las emisiones de deuda corporativa, cédulas y programas de MTN. Para las entidades no financieras se está considerando las emisiones de deuda corporativa y los programas de MTN.

Financiación de las empresas españolas: emisiones de renta fija y crédito bancario

GRÁFICO 5



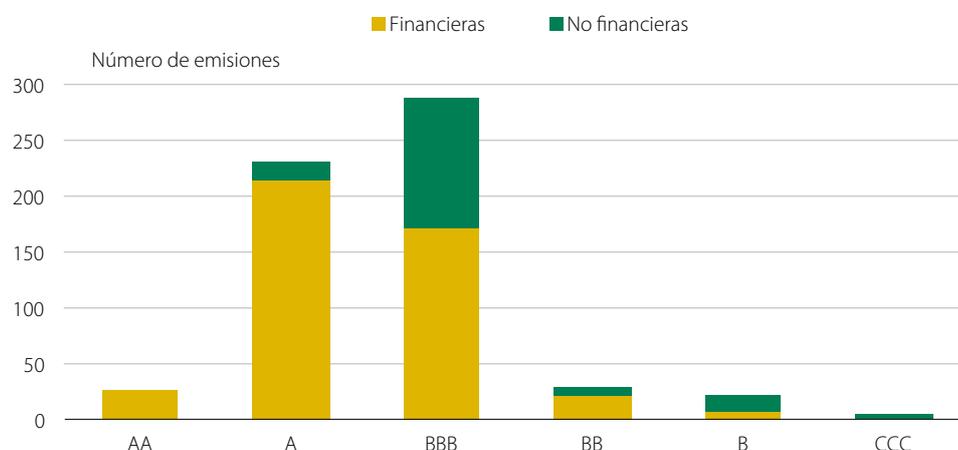
Fuente: Dealogic y Banco de España.

No resulta sencillo obtener datos sobre el volumen total de deuda en circulación, emitida por empresas españolas. El Banco de Pagos Internacionales estimaba que en junio de 2014 dicho saldo ascendía a 1.254 miles de millones de dólares, de los cuales el 98% correspondían a entidades financieras y el resto a empresas no financieras. Así mismo, las estadísticas publicadas por este organismo muestran que mientras el saldo vivo de la deuda de entidades financieras había disminuido un 21% entre diciembre de 2011 y junio de 2014, el saldo vivo de empresas no financieras había aumentado un 74% durante el mismo período.

Tampoco hay referentes que indiquen la calidad crediticia de esa deuda en circulación, pero una primera aproximación podría obtenerse a partir de la cartera de emisiones calificadas por una de las tres grandes agencias de rating. A finales de julio de 2014, FitchRatings mantenía 600 emisiones calificadas, 439 correspondientes a entidades financieras y 161 a no financieras.

Calificación de las emisiones de empresas españolas - Julio de 2014

GRÁFICO 6



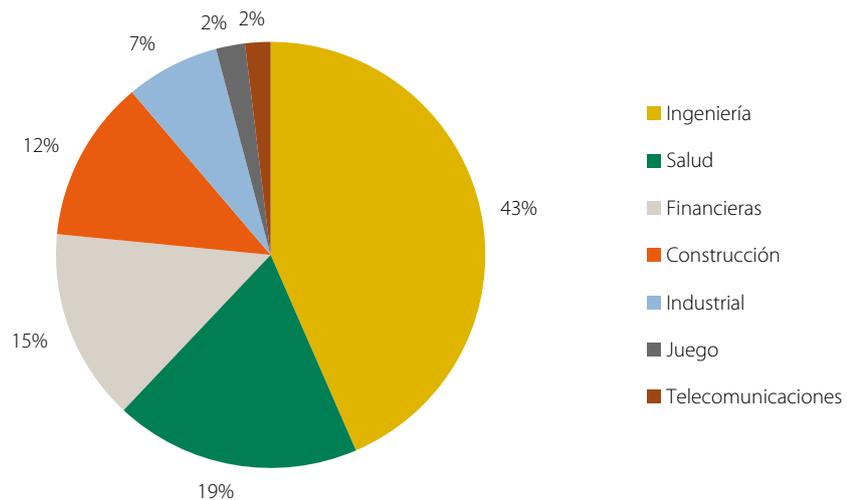
Fuente: FitchRatings.

La distribución de esas calificaciones se muestra en el gráfico 6. Destaca, en primer lugar, el reducido número de emisiones con calificación AAA, mucho mayor antes de la crisis. Su descenso se produjo tanto por el impacto directo de la crisis sobre el tejido empresarial español, en particular el financiero, como por el efecto derivado de la asignación de la calificación BBB+ al Reino de España, que impuso un techo para casi todos los emisores nacionales. A pesar de ello el grueso de la deuda corporativa española se encuentra dentro del grado de inversión, correspondiendo su mayoría a entidades financieras. Finalmente, se constata que el número de emisiones dentro del rango de deuda especulativa es muy reducido y se reparte entre empresas financieras y no financieras.

Sin embargo la deuda especulativa española ha experimentado un progresivo aumento en los últimos años. Concretamente, entre 2011 y 2014 las emisiones de bonos de alta rentabilidad españolas han crecido un 145%, hasta alcanzar los 5.294 millones de euros en 2014²⁰. Las empresas no financieras han ido aumentando su presencia en los mercados de deuda, en especial, las sociedades industriales y las de ingeniería civil, que han acudido a este recurso tanto para financiar circulante como para acometer inversiones necesarias para su crecimiento orgánico (ver gráfico 7).

Emisión de deuda especulativa por sectores en 2014

GRÁFICO 7



Fuente: Dealogic.

²⁰ Fuente: Dealogic.

3 Peculiaridades del mercado secundario de bonos de alta rentabilidad

El dinamismo de las emisiones de bonos de alta rentabilidad ha permitido a este segmento ganar masa crítica en los mercados secundarios, donde se aprecia un crecimiento significativo en el número de transacciones que se cierran y un aumento de los precios. Todo ello contribuye a generar entre los inversores y los intermediarios una percepción de que en los últimos años los canales de negociación de la deuda especulativa han madurado y que su funcionamiento ha mejorado. Sin embargo, estos mercados conservan un alto nivel de riesgo que los inversores deben tener en consideración ya que, en momentos de inestabilidad, su actividad puede reducirse drásticamente, impidiéndoles deshacer de manera ordenada sus posiciones y afectando al valor en balance de sus inversiones.

3.1 Características de las operaciones en mercado secundario

La renta fija considerada en su conjunto, y la deuda especulativa no es una excepción, no cuenta con mercados organizados de referencia puesto que gran parte de las transacciones siguen realizándose a través de contactos bilaterales en mercados OTC. En concreto, se estima que el 90% del volumen negociado en el mercado estadounidense de bonos se realiza a través de contactos directos entre inversores profesionales que actúan por cuenta propia o intermediarios financieros que operan en el mercado en representación de sus clientes.

La negociación bilateral puede desarrollarse a través de una amplia variedad de soportes, que van desde el teléfono a las plataformas de negociación electrónicas, pasando por los portales individuales construidos por casas de negociación en los que se solicitan precios de compraventa. De acuerdo con una encuesta llevada a cabo en 2012 por la *Association for Financial Markets in Europe* (AFME) entre inversores institucionales, el 35% de las operaciones efectuadas en mercado secundario con valores de renta fija se realizan a través de medios electrónicos y el resto mediante contactos telefónicos.

La negociación electrónica basada en el libro de órdenes, característica de los mercados organizados de renta variable, también se emplea en algunos sistemas de negociación de renta fija especialmente dirigidos a inversores minoristas, como es el caso del Sistema de Negociación Electrónica (SEND) que opera Bolsas y Mercados Españoles (BME). En este caso, es frecuente que los valores negociados cuenten con proveedores de liquidez, esto es, con intermediarios que están obligados a proporcionar volúmenes mínimos de contrapartida a lo largo de una sesión. Sin embargo, el peso específico del segmento minorista en los mercados secundarios de bonos es residual, puesto que se trata de mercados esencialmente enfocados hacia los intercambios entre agentes institucionales.

La preponderancia de la negociación mayorista contribuye a que en los mercados secundarios de renta fija se produzcan muchas menos operaciones, en comparación con otros mercados como el de la renta variable, pero de mayor tamaño²¹. Así, mientras que el tamaño medio de la negociación de acciones en las bolsas estuvo en torno a los 6.520 euros durante el año 2013²², en los mercados europeos de renta fija el grueso de la contratación estaba formado por transacciones con un tamaño unitario medio entre uno y dos millones de euros, registrándose muchas por encima de los cinco millones de euros²³.

Esa diferencia se acentúa aún más cuando se considera el segmento de los bonos de alta rentabilidad, como se desprende, por ejemplo, de los datos suministrados por los inversores a través del mecanismo de reporte obligatorio TRACE (*Trade Reporting and Compliance Engine*) vigente en Estados Unidos. Si bien es cierto que en este segmento hay un número relevante de operaciones relativamente pequeñas, que obedecen a la práctica habitual entre los creadores de mercado de trocear sus inventarios de valores para dar respuesta a las peticiones realizadas por sus clientes²⁴, el segmento de contratación más importante era el de operaciones con un importe que oscilaba entre uno y veinticinco millones de dólares.

La frecuencia de negociación constituye otro rasgo diferencial en comparación con la renta variable: es mucho menor en los mercados secundarios de renta fija. Así, por ejemplo, un informe realizado por *TABB Group* en 2012 para la AFME²⁵ incluye una comparación de la negociación de la renta fija y la renta variable de cinco empresas europeas entre las más activas en los mercados financieros²⁶. Los resultados obtenidos mostraban que, entre el último trimestre de 2011 y el primero de 2012, el número de operaciones que se realizaron con acciones de estas compañías era 167 veces mayor que el de las efectuadas con valores de deuda. En un caso concreto relativo a un gran emisor, Deutsche Telekom, por cada operación con uno de sus bonos se cruzaban 3.500 operaciones con acciones.

Cabría pensar que los bonos de alta rentabilidad se negocian menos frecuentemente que otros activos considerados como menos arriesgados y cuyas emisiones, por lo general, tienen un mayor tamaño, como, por ejemplo, los valores de titulización o los bonos garantizados con la cartera del emisor (*covered bonds*). Sin embargo, no es necesariamente así. Como se advierte en el cuadro 2, durante el período julio 2010-junio 2011, el porcentaje de bonos de alto rendimiento negociados menos de 20 veces

21 El tamaño de las operaciones en los mercados de renta fija, también está influido por el mayor tamaño de las emisiones y el menor número de suscriptores iniciales, lo cual, unido a la difícil intercambiabilidad entre valores, obliga a los inversores en muchos casos a comprar o vender sus posiciones completas de un determinado valor. Así mismo, el tamaño de las operaciones de la renta variable hay que considerar el crecimiento de la negociación de alta frecuencia, cuya operativa se caracteriza por lanzar un gran número de órdenes de pequeña cuantía en un breve espacio de tiempo.

22 Según los datos publicados por la World Federation of Exchanges, disponibles en http://www.world-exchanges.org/files/2013_WFE_Market_Highlights.pdf

23 Datos incluidos en el informe de la Internacional Capital Market Association (ICMA) «Economic importance of de Corporate Bond Markets», publicado en 2013.

24 TRACE registró una media diaria de 8.550 transacciones de importe inferior a 100.000 dólares en 2013.

25 TABB Group (2012). «MiFID II and Fixed-Income Price Transparency: Panacea or Problem?».

26 Las compañías que componían la muestra eran: France Telecom SA, Belgacom SA, Deutsche Telekom AG, Koninklijke KPN NV y Vivendi SA.

al mes fue claramente inferior al de dichos valores e, incluso, al correspondiente a la deuda corporativa en su conjunto.

**Número de veces que negocia un valor de renta fija:
Julio 2010-Junio 2011**

CUADRO 2

% ISINs negociados

	<20 transacciones	20-50 transacciones	50-100 transacciones	100-200 transacciones	200-400 transacciones	>400 transacciones
Deuda pública	7,6%	1,32%	7,82%	22,95%	29,97%	30,34%
Deuda corporativa	63,80%	21,13%	10,10%	4,38%	0,59%	0%
Covered Bonds	82,17%	14,33%	2,96%	0,47%	0%	0,08%
Bonos de alta rentabilidad	53,83%	32,33%	10,42%	2,5%	0,92%	0%
Titulización	99,7%	0,3%	0%	0%	0%	0%

Fuente: AFME.

Entre los posibles motivos de esta diferencia, la AFME señala que los bonos de alta rentabilidad cuentan con una mayor proporción de inversores que gestionan sus carteras de manera activa, mientras que, entre los compradores de otros tipos de valores, suelen predominar los inversores con una perspectiva de largo plazo, más proclives a mantener la inversión hasta el vencimiento. Además, los activos con bajas calificaciones suelen circular más que otros activos de renta fija privada que tienen mejor calificación, ya que son más sensibles tanto a los cambios de las condiciones macroeconómicas o del mercado como a los relacionados con el propio emisor.

A pesar de la mayor rotación apreciada en los bonos de alta rentabilidad en comparación con otros instrumentos financieros, en la actualidad, muchos gestores de activos están optando por mantener estos valores en sus carteras hasta el vencimiento porque no están seguros de que puedan sustituirlos por otros de nueva emisión que, con el mismo nivel de riesgo o menor, les ofrezcan los mismos niveles de rentabilidad. Esto se debe a la disminución progresiva de los tipos de interés ofrecidos por los emisores de este tipo de deuda ante la creciente demanda de la misma.

Dentro de la deuda especulativa, los bonos con mejores calificaciones suelen negociarse con mayor frecuencia²⁷, normalmente con un precio alrededor de la par, excepto por pequeñas fluctuaciones debidas a los movimientos de los tipos de interés.

Es difícil estimar el volumen global de transacciones efectuadas con bonos de alta rentabilidad anualmente en los mercados secundarios y, por lo tanto, estudiar con suficiente rigor su evolución y los factores que lo condicionan. Una de las pocas fuentes de datos disponibles es FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*),

27 En el año 2013, en Estados Unidos, el 56% de las operaciones de este segmento se realizaron con bonos calificados BB o B.

una asociación de la industria de intermediación norteamericana que actúa como organización de autorregulación, reconocida por la SEC, en el ámbito de los intermediarios y los mercados. Entre otras funciones, esta organización debe supervisar el cumplimiento de las obligaciones de transparencia previstas en el sistema operativo TRACE, mencionado anteriormente. De acuerdo con los datos publicados por FINRA, durante el año 2014²⁸, el volumen medio de negociación diario ascendió a 10.693 millones de dólares, si tomamos en consideración una media de 251 días hábiles de negociación, el volumen anual se situaría en torno a los 2,7 billones de dólares²⁹.

3.2 Comportamiento de los bonos de alta rentabilidad en los mercados secundarios

Una buena aproximación para conocer la evolución del mercado secundario de bonos de alta rentabilidad es analizar el comportamiento de alguno de los índices más relevantes que se toman como referencia en este segmento. En concreto, a lo largo de este apartado se utilizarán los índices: *High Yield US Master II*, que replica el comportamiento de deuda corporativa con calificación especulativa, emitida en dólares, en los Estados Unidos; su homólogo para el mercado europeo, el *High Yield Euro Master Index* y el índice *US Corporate Master Index*, que refleja el comportamiento de la deuda corporativa emitida en Estados Unidos con calificaciones dentro del grado de inversión, todos ellos contruidos por Banco de América-Merry Lynch

El valor en mercado de los bonos de alta rentabilidad ha sufrido grandes variaciones condicionado por los diferentes escenarios económicos acaecidos en los últimos años (véase gráfico 8). Durante los años de crecimiento económico, este segmento de mercado presenta una cierta atonía debido a la preferencia de los inversores por otro tipo de valores con mejores calificaciones crediticias y rentabilidades interesantes como los valores emitidos en las titulaciones. En 2008, los precios de los bonos experimentaron una importante caída, del 8,3% en el mercado estadounidense y del 13,5% en el europeo, debido principalmente a la sustitución por parte de muchos inversores de este tipo de productos por otros considerados más seguros, a causa de la incertidumbre que reinaba en los mercados financieros. Sin embargo, a diferencia de otros mercados, el de bonos de alta rentabilidad comenzó a recuperarse en el año 2009 y desde entonces ha registrado rendimientos positivos.

Cabe reseñar que el mercado europeo, está anotando, en los últimos años retornos superiores al estadounidense. Así, en 2014, el rendimiento medio del índice europeo fue del 9,8%, frente al 7,4% del registrado al otro lado del Atlántico y desde el año 2009 acumula un crecimiento del 103,7% frente al 89,1% de su homólogo americano.

28 Dato del tercer trimestre del 2014, aunque el volumen diario medio de negociación durante los trimestres anteriores fue muy semejante.

29 Estos datos no incluyen las transacciones de renta fija convertible ni las asignaciones efectuadas en mercado primario y vendidas el primer día de negociación por un único suscriptor o por los coordinadores globales de una colocación.

Evolución del rendimiento de los índices europeos y estadounidenses de bonos de alta rentabilidad

GRÁFICO 8



Fuente: Banco de América-Merry Lynch.

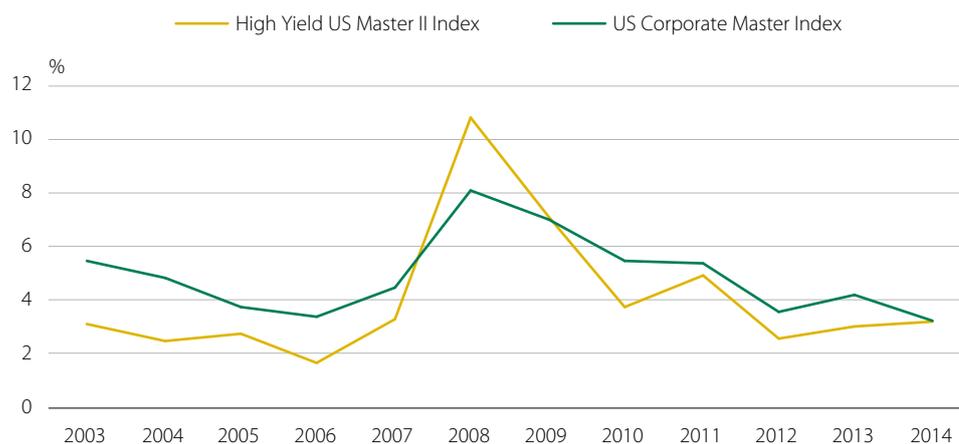
Menor volatilidad al caer el nivel de incertidumbre en mercado

La rentabilidad global de la deuda especulativa viene dada por dos componentes, el cupón que reciben los inversores y el precio fijado en mercado. La mayor remuneración ofrecida por este tipo de valores proporciona un colchón ante las fluctuaciones de los mercados, y en consecuencia, permite a la deuda especulativa anotar menores niveles de volatilidad que la deuda de inversión, en un escenario de funcionamiento normal de los mercados.

Así mismo, el precio en mercado de esta deuda se muestra menos sensible a los movimientos del tipo de interés. El motivo radica en que el cupón ofrecido por estos valores se obtiene a partir de del tipo de interés real sin riesgo, más una prima obtenida a partir una serie de consideraciones, entre las que cabe mencionar, el riesgo de crédito del emisor o la inflación esperada. El peso de la prima de riesgo en el conjunto del cupón pagado por estas entidades es superior al del tipo de interés libre de riesgo de referencia utilizado y, por lo tanto, el precio en mercado se verá menos afectado por la decisiones de política monetaria que otra deuda de mayor calidad crediticia, para la que ese componente es más importante en su remuneración

El gráfico 9 permite observar todo ello. Durante los periodos de mayor estabilidad de los mercados financieros, hasta 2007 y a partir de 2010, los bonos de alta rentabilidad estadounidenses registraron una volatilidad inferior a la de la renta fija con mayor calidad crediticia, entre el 1,5% y el 4,5%, lo cual supone en torno a un punto porcentual menos que el resto de la deuda corporativa.

En contraste, entre 2007 y 2009, la deuda especulativa anotó mayores niveles de volatilidad que el resto de la deuda corporativa, debido a que los inversores salieron en mayor medida de este tipo de inversiones consideradas arriesgadas para refugiarse en valores seguros como la deuda soberana de determinados países. En concreto, la volatilidad de la deuda especulativa estadounidense llegó a alcanzar el 10,8%, mientras que el resto de la deuda corporativa no superó el 8%.



Fuente: Banco de América-Merry Lynch y elaboración propia.

La volatilidad se ha calculado como la desviación estándar de los rendimientos diarios del índice y se han anualizado sobre la base de los días efectivos de negociación del mismo.

Actualmente los inversores están recorriendo el camino contrario, desde la deuda pública hacia los bonos de alta rentabilidad, en busca de mayores rentabilidades para sus carteras y una diversificación de los productos financieros en sus balances adecuada a las actuales condiciones económicas y financieras.

Una de las medidas estadísticas más consideradas por los inversores para valorar la idoneidad de la composición de una cartera de inversiones es la correlación³⁰ existente entre los valores que la forman. Cuanto menos correlacionados estén los activos de una cartera más efectiva será la reducción del riesgo de incurrir en pérdidas y mayor el beneficio que se puede llegar a obtener de la diversificación. Las correlaciones entre activos financieros cambian ante los movimientos empresariales o las variaciones de la situación económica y financiera

Numerosos estudios han analizado la correlación de los bonos de alta rentabilidad con otros activos durante diferentes periodos económicos³¹. En ellos se ha constatado que los bonos de alta rentabilidad están correlacionados de forma significativa con el resto de la deuda corporativa. Así mismo, han mostrado una correlación positiva y significativa con la renta variable, incluso a veces mayor que la obtenida para la deuda con grado de inversión, pero solo durante los años de mayor estabilidad. Ello es debido a que la deuda especulativa es más dependiente de la evolución de la compañía, al igual que ocurre con las acciones, que la renta fija de mayor calidad.

Sin embargo, en periodos de incertidumbre, como ocurrió entre los años 2008 y 2011, la vinculación entre ambos tipos de valores es mucho menor y se observa que

30 La correlación mide la relación entre dos activos financieros y el grado de dependencia entre los mismos.

31 Entre los más recientes Tuysuz, S (2013), «Conditional Correlations between Stock Index, Investment Grade Yield, High Yield and Commodities (Gold and Oil) during Stable and Crisis Periods». *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 5, No. 9; 2013, Fridson, M. S. (2010). «How Research from the High-Yield Market Can Enhance Equity Analysis», disponible en <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cp.v27.n2.2>, o Reilly, F. K., Wright, D. J., & Gentry, J. A. (2009). Historic changes in the high yield bond market. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(3), 65-79.

el comportamiento en mercado de estos dos grupos de valores difiere claramente. En concreto, durante esos años, la deuda especulativa perdió menos valor que las acciones y se recuperó antes. Un factor clave que explica en gran medida esta evolución dispar entre 2008 y 2011 es el hecho de que los bonos de grado especulativo siguieron proporcionando a los inversores rentabilidad a través de los pagos periódicos del cupón, mientras que en el caso de las acciones, además de la caída del precio, se suspendió en muchos casos el reparto de dividendos para asegurar un volumen de tesorería suficiente a la compañía en un entorno de mayor dificultad en el acceso a la financiación externa, especialmente la bancaria.

La correlación entre la deuda especulativa y la deuda pública es menor, en comparación con los otros dos grupos de activos financieros, aunque en los últimos años presentan un alto grado de sustituibilidad dentro de las carteras de los inversores. Así, entre 2008 y 2010, el desplazamiento de las inversiones hacia valores considerados seguros en un momento de elevada incertidumbre sobre la economía y la situación de las instituciones financieras provocó un aumento en los precios de la deuda pública y un descenso en los de la deuda especulativa. A partir del año 2011 se mantuvo esa relación entre estos dos productos financieros aunque en sentido inverso; la búsqueda de rentabilidad ante los bajos tipos de interés de los activos seguros en un contexto de menor percepción de riesgo, ha favorecido una cierta sustitución posiciones en deuda pública por posiciones en bonos de alta rentabilidad.

4 Potenciales fuentes de riesgo del mercado de bonos de alta rentabilidad

El rápido crecimiento del mercado de bonos de alta rentabilidad ha hecho surgir la duda, en diferentes ámbitos institucionales, de si se está produciendo una correcta valoración de los riesgos asumidos por los inversores al incorporar en sus carteras estos activos de alta remuneración y elevado riesgo.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) en su *Global Financial Stability Report* de abril de 2014, señalaba que la presión de la demanda estaba afectando a los estándares de calidad de los valores emitidos, tal y como pasó durante los años previos a la crisis, y que ello podría contribuir, al igual que ocurrió en el pasado, a mayores niveles de impago y menores porcentajes de recuperación en caso de un escenario de estancamiento o recesión económica.

También varios reguladores como el Banco de Inglaterra o la Reserva Federal Americana³² han declarado su intención de prestar especial atención a la evolución de este producto financiero para asegurarse de que los inversores realmente comprenden el riesgo asumido con su adquisición, que se está provisionando capital suficiente y que no asumen exposiciones demasiado elevadas que pudieran comprometer la estabilidad de sus balances. La preocupación de los reguladores se explica también en gran medida por el hecho de que cada vez más inversores particulares están accediendo de modo indirecto a la deuda de grado especulativo a través de la adquisición de participaciones de instituciones de inversión colectiva, cuyos gestores incorporan este tipo de valores a sus carteras para ofrecer rentabilidades atractivas a sus clientes.

Entre los potenciales riesgos que podrían no estar suficientemente considerados por los mercados financieros estarían el deterioro de la calidad de las emisiones, su escasa liquidez en mercado secundario, el impacto de un potencial aumento de los tipos de interés y el efecto del nuevo marco regulatorio inspirado en Basilea III. De una manera más específica, también hay que considerar los riesgos asociados a las emisiones realizadas en economías emergentes, que están suscitando un interés apreciable entre los inversores.

Deterioro de la calidad de los bonos de alta rentabilidad

En los últimos años, la creciente demanda de bonos especulativos en los mercados financieros ha contribuido a la disminución de las garantías y del alcance de los co-

32 Aviso publicado por el Banco de Inglaterra el 25 de julio de 2014 sobre la inversión en Fondos de Bonos Corporativos. Discurso de la Presidenta de la Reserva Federal ante el Fondo Monetario Internacional el 2 de julio de 2014.

venants. Así, por ejemplo, algunas emisiones en los Estados Unidos han suprimido la cláusula de intervención de la banca en el caso de deterioro de la posición financiera del emisor, permiten la recompra de acciones o incorporan cláusulas de pago de los cupones o del principal, en metálico o en títulos, al arbitrio del emisor³³.

El resultado de la progresiva flexibilización de los términos en los que se emiten estos valores, tanto en lo que se refiere al alargamiento de la vida de los valores como a la disminución del tipo de interés pagado o al menor alcance de los *covenants*, es un aumento de las emisiones calificadas por debajo de BB. En el mercado americano estas emisiones pasaron de representar el 42,7% del total, en abril del 2013, al 56,5% en abril de 2014.

Escasa liquidez de los mercados secundarios de bonos de alta rentabilidad

Los inversores podrían no estar tomando en consideración de forma suficiente las peculiaridades de los mercados secundarios en los que se negocian estos valores. Como se ha indicado, a diferencia de la renta variable, no existen mercados organizados de referencia para la renta fija y, en la práctica, la mayor parte de las transacciones se realizan en mercados OTC a través de contactos bilaterales. Este tipo de mercados se caracterizan por difundir poca información sobre los términos en los que se ha formalizado la compraventa, contribuyendo escasamente a la formación de precios en operaciones futuras y dificultando a los inversores la valoración de sus carteras. La transparencia pre-negociación es, asimismo, escasa, por lo que los inversores pueden incurrir en costes de búsqueda no desdeñables para obtener información sobre los precios de oferta y demanda. Además, por su propia naturaleza, los bonos de alto rendimiento tenderán a ser poco líquidos en el mercado secundario. Como se ha puesto de manifiesto en el momento álgido de la última crisis financiera, la opacidad y la liquidez reducida del mercado pueden exponer a los inversores a mayores niveles de volatilidad. Los reguladores están explorando diversas vías para mejorar el funcionamiento de los mercados OTC de renta fija. Uno de las más importantes es la introducción de requisitos de transparencia tanto previa como posterior a la negociación³⁴.

En esta línea, la Unión Europea finalizó el pasado mes de mayo el laborioso proceso de revisión de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros³⁵, con la aprobación de una nueva directiva, conocida como MiFID II³⁶, y un reglamento, conoci-

33 En España también se ha observado la reducción en el alcance de los *covenants* en algunos casos. Así, por ejemplo, en una emisión de bonos que ACS realizó en octubre de 2013 se contempla una opción de canje anticipado por acciones de Iberdrola en favor de los inversores. Sin embargo, el emisor se ha reservado el derecho a entregar acciones, efectivo o una combinación de ambos en el caso de que dicha opción se ejercite.

34 El artículo «Regímenes de transparencia obligatoria en el mercado secundario de deuda especulativa», Martín M.R. (2014), publicado en el Boletín de la CNMV, Trimestre III 2014, profundiza sobre efecto de los requerimientos de transparencia en el funcionamiento de los mercados de deuda especulativa.

35 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

36 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo del 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifica la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

do como MiFIR³⁷, en los que se prevé una amplia batería de medidas para mejorar el nivel de transparencia de estas operaciones que afectará, entre otros instrumentos, al segmento de bonos de alta rentabilidad. Estas normas se aplicarán con carácter general a partir de 2017.

Futuros escenarios de subidas del tipo de interés

Aunque las políticas monetarias tienen todavía un tono netamente expansivo en los principales países industrializados, en algunos de ellos ya han empezado a plantearse el abandono progresivo de algunas de las medidas no convencionales utilizadas ampliamente durante la crisis. No es el caso de la zona del euro, donde el BCE ha intensificado la orientación expansiva de sus políticas poniendo en marcha medidas no convencionales que aún no había utilizado. Sin embargo, en Estados Unidos y en el Reino Unido la mejora de la economía ha abierto la puerta a la retirada progresiva de los estímulos monetarios, creando un nuevo escenario en el que los inversores no pueden descartar que, en determinado momento, se produzca un incremento de los tipos de interés oficiales.

De ahí que durante el último año algunos reguladores hayan empezado a evaluar los efectos potenciales de aumentos del tipo de interés. Un escenario económico con mayores tipos de interés tiene varias implicaciones para los inversores que actualmente cuentan con bonos de alta rentabilidad en sus carteras.

La primera consecuencia sería una bajada de los precios de los valores en los mercados, como ocurrió en junio de 2013 cuando se anunció la progresiva retirada de los instrumentos monetarios para el estímulo de la economía por parte de la Reserva Federal Americana. En el análisis efectuado por la agencia de calificación FitchRatings³⁸, para un bono con calificación BBB, una subida de 50pb del tipo de interés provocaría una pérdida del valor del bono en el mercado del 4%. En el caso de la deuda especulativa la reacción en mercado sería más acentuada debido al mayor riesgo de crédito asociado a estos valores y al predominio de las remuneraciones a interés fijo.

Simultáneamente, la bajada de los precios en mercado redundaría en un menor número de operaciones cruzadas, agudizando la limitada actividad que, aún en condiciones normales, padece este segmento de mercado. Las transacciones que logran cerrarse serían a precios aún menores, lo cual contribuiría a lastrar en mayor medida la rentabilidad de estos valores.

Los inversores con bonos de alta rentabilidad en su cartera de negociación, en particular *dealers* y creadores de mercado, no solo encontrarían dificultades para actuar en mercado sino que el valor razonable de sus carteras, valorado a precios de un mercado con poca actividad y precios sesgados a la baja, les obligaría a incrementar las dotaciones de capital y a mejorar los ratios de liquidez.

37 Reglamento (UE) N° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) N° 648/2012.

38 FitchRatings (2012). «The Bond Bubble: Risks and Mitigants».

Los compradores con una mayor vocación de permanencia en el valor: fondos de inversión, compañías aseguradoras, también se verían afectados en ese nuevo escenario. Aquellos inversores que hubieran renovado su cartera de renta fija en los últimos años sufrirían una disminución relativa de la rentabilidad obtenida de esas inversiones en relación con la que estarían consiguiendo otros agentes del mercado, y por lo tanto afectaría a la remuneración que podrían ofrecer a sus partícipes. Adicionalmente, el valor liquidativo de estos productos financieros se vería afectado puesto que, de manera general, se obtiene a partir del valor de mercado de sus activos, afectando a los reembolsos de los partícipes.

Por último señalar que el marco de bajos tipos de interés y creciente aceptación de estos valores ha provocado que, de manera habitual, los emisores ejerciten su opción de compra pasados algunos años con el objeto de sustituir la deuda viva por otra con menor coste o en condiciones más ventajosas. Sin embargo, una subida de los tipos de interés podría desincentivar a los emisores a ejercitar dicha opción, por lo que algunos inversores podrían encontrarse en su cartera con valores a más plazo de lo que inicialmente planificaron. También eso hará que la curva de rentabilidad del bono se vea afectada y, con ello, su liquidez ya que su atractivo en mercado disminuiría considerablemente.

Impacto de los nuevos marcos regulatorios

Basilea 2.5³⁹ introdujo modificaciones en el tratamiento de las carteras de negociación de valores con el objetivo de alinear los requerimientos de capital de las exposiciones mantenidas en el de negociación con los del libro de inversión, eliminando así la posibilidad de arbitraje entre ambos por parte de las entidades financieras.

A consecuencia del aumento de los requerimientos de capital para las carteras mantenidas en el libro de negociación, los creadores de mercado se han visto obligados a reducir el volumen de valores que mantenían en sus inventarios. La Reserva Federal Americana estima que los intermediarios de renta fija del mercado estadounidense han pasado de tener 250 millones de dólares en valores en el año 2007 a tan sólo 57 en el año 2014. Esta situación puede aumentar la iliquidez de los mercados de renta fija, lo cual redundaría en una mayor volatilidad y repercutiría en las valoraciones de mercado de los activos en carteras de negociación, obligándoles a aumentar, de nuevo, las dotaciones de capital de estos agentes y comenzando así, de nuevo, el ciclo.

La desaparición de una buena parte de los creadores de mercado plantearía la duda de qué otro agente podría asumir el papel de dar liquidez a los mercados de renta fija. Teniendo en cuenta que la mayoría de estos valores se encuentran en los balances de inversores institucionales, en gran medida fondos, éstos se perfilarían como una fuente natural de liquidez, con el incentivo de poder aumentar sus ingresos

39 En el ámbito europeo las disposiciones de Basilea 2,5 a este respecto se incorporaron en la Directiva 2010/76/UE Del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010 por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración.

mediante a través de los márgenes de compraventa. Además, a diferencia de los creadores de mercado, los gestores de fondos no necesitan refinanciar en el corto plazo sus carteras de inversión, ya que están financiados por los partícipes cuyas posiciones son de permanencia en el largo plazo, lo cual añadiría estabilidad al sistema en situaciones de crisis de liquidez

El atractivo de la deuda de países emergentes

En 2013, China desplazó a los Estados Unidos como mayor emisor de deuda corporativa a nivel mundial. De acuerdo con estimaciones publicadas por Standard&Poors⁴⁰, el país asiático tendría valores en circulación por valor de 14,2 billones de dólares, mientras que Estados Unidos, 13,1 billones de dólares. Este nuevo escenario, introduce un factor de riesgo adicional en tanto que la calidad crediticia de las empresas chinas es menor que la de las europeas o las estadounidenses y un potencial deterioro de la economía de este país podría afectar al mercado de deuda a nivel global.

Por otra parte, también según estimaciones de la agencia de rating anteriormente mencionada entre el 25% y el 30% de los valores emitidos por empresas chinas estarían siendo adquiridos por entidades de banca en la sombra (*shadow banking*), que con su exceso de liquidez estarían recalentando el mercado de deuda chino. En términos absolutos, esto supone que cerca del 10% de la deuda corporativa global está concentrada en inversores que se encuentran fuera del ámbito de las autoridades supervisoras del sistema bancario chino.

El riesgo procede no solo de China, sino en general de los países emergentes cuyas empresas han aprovechado el entorno de bajos tipos de interés para emitir deuda a precios competitivos en el mercado. El FMI⁴¹ estima que países como Bulgaria, Hungría y Malasia, a parte de China, registraban volúmenes de endeudamiento corporativo al nivel de su PIB. En un escenario de menor crecimiento económico las empresas de estos países podrían mostrarse mucho más vulnerables; en caso de que se produzca una disminución de sus ingresos, encontrarían más dificultades para refinanciar sus deudas o hacer frente a los pagos de principal e intereses, afectando a un gran número de inversores locales e internacionales.

40 Standard&Poors (2014): «Credit Shift: As Global Corporate Borrowers Seek \$60 Trillion, Asia-Pacific Debt Will Overtake U.S. And Europe Combined».

41 Global Financial Stability Report de abril de 2014.

5 Conclusiones

El escenario macrofinanciero y la confluencia de intereses entre inversores institucionales y empresas, tanto financieras como no financieras, han impulsado el crecimiento de los mercados de deuda corporativa. Esta expansión no sólo está afectando al segmento de mercado que aglutina las emisiones con calificación crediticia dentro del denominado grado inversión, sino también a las calificadas como deuda especulativa.

Los bonos de alta rentabilidad se han convertido en una alternativa para inversores que tradicionalmente han mostrado una cierta vocación de permanencia en los valores en los que invierten. Además de ofrecer rentabilidades atractivas, en el actual entorno de tipos de interés bajos, permiten diversificar las carteras, incorporando exposiciones a sectores económicos tal vez menos convencionales y con mayor riesgo, pero que han mostrado una sorprendente capacidad de resistencia en los escenarios de turbulencias e incertidumbre acaecidos en los últimos años.

El actual escenario macroeconómico y financiero, en el que se advierte todavía una notable incertidumbre, pero también una sensible mejora en relación al período álgido de la crisis financiera, no elimina el riesgo inherente a este segmento del mercado de deuda. Puede que el riesgo de crédito haya pasado a un segundo plano gracias a los bajos niveles de morosidad e impago mostrados por los emisores de deuda especulativa, pero sigue ahí latente y puede hacerse efectivo si aparecen indicios de estancamiento o recesión económica. Particularmente grave puede ser en el caso de producirse en países emergentes, con sectores productivos sobreendeudados y menor capacidad de recuperación en el corto plazo.

Uno de los principales riesgos a considerar es una futura subida de los tipos de interés, poco probable en Europa, pero que ya no puede descartarse en Estados Unidos, donde las autoridades monetarias están imprimiendo una nueva dirección a sus políticas. De producirse, el aumento tendría consecuencias tanto para los actuales tenedores de estos valores como para los emisores. En el caso de los primeros, el coste-oportunidad que supondría mantener en cartera los valores adquiridos en los últimos años, junto con un previsible descenso del precio en los mercados secundarios se conforma como una combinación claramente perdedora. En el caso de los segundos, el coste de acceso a los mercados de deuda aumentaría y no todas las empresas estarían en condiciones de asumirlos.

En caso de que se produzcan de nuevo desequilibrios económicos, los mercados secundarios de deuda especulativa podrían no ser un elemento estabilizador. En general, se muestran muy sensibles a los cambios y la incertidumbre y, por lo tanto, los inversores están expuestos a mayores niveles de volatilidad. Así mismo, en momentos de alta incertidumbre, estos mercados dejan de funcionar, impidiendo la forma-

ción de precios, necesarios para la valoración de carteras o la salida ordenada de los inversores de sus posiciones.

A pesar de los riesgos inherentes a este segmento de mercado, desde el ámbito institucional existe un claro interés en que se consoliden los mercados de deuda corporativa como fuente de financiación adicional disponible para las empresas. Se considera especialmente positiva la normalización del acceso de las pequeñas y medianas empresas a los mercados de deuda, para así de este modo reducir su dependencia del crédito bancario.

En este sentido, se están llevando a cabo numerosas iniciativas⁴² con el objetivo de articular políticas económicas que permitan canalizar los recursos de diferentes sectores de la economía, fondos de inversión, planes de pensiones, seguros e incluso los ahorros de particulares hacia la financiación de compañías con proyectos solventes y potencial de crecimiento. Razón de más para tener en cuenta los riesgos asociados a unos instrumentos financieros, como los bonos de alta rentabilidad, que pueden contribuir a la finalidad perseguida.

42 En este sentido cabe mencionar los trabajos sobre el desarrollo de los mercados de deuda corporativa llevados a cabo por el Banco Mundial, el Consejo de Estabilidad Financiera o la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

6 Bibliografía

AFME y O. Wyman (2013). «Unlocking funding for European investment and growth». Disponible en www.afme.eu/unlocking-funding-for-European-investment-and-growth.

Allianz Global Investors (2013). «The Evolution of High-Yield Bonds into a Vital Asset Class». Disponible en

Bessembinder, H., W Maxwell y K.Venkataraman. (2006), «Market Transparency, Liquidity Externalities, and Institutional Trading Costs in Corporate Bonds» disponible en <http://home.business.utah.edu/hank.bessembinder/publications/bondtransparency.pdf>

Bessembinder H., W. Maxwell (2008) Transparency and the corporate bond market. Disponible en <http://home.business.utah.edu/hank.bessembinder/publications/transparencymbondmarket.pdf>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2012). «Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas». Boletín de la CNMV, Trimestre III, pp. 9-68. Disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/BTIII2012_Web.pdf

Deutsche Bank (2013). «Corporate Bond Issuance in Europe: Where do we stand and where are we head». Disponible en http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000300834/Corporate+bond+issuance+in+Europe%3A+Where+do+we+stand+and+where+are+we+heading%3F.pdf

Edwards, A., L. Harris y M. Piwowar (2007), «Corporate Bond Market Transparency and Transaction Costs». *Journal of Finance* 62 (3), 1421-1451

FitchRatings (2012), «The Bond Buble: Risks and Mitigants». Disponible en http://www.sifma.org/uploadedfiles/for_members/thought_leader_library/2012/fitch-bond-bubble.pdf?n=34035

FitchRatings (2014), «The Cost of Economic Recovery: Rating Stabilisation but «BBB» the New Form», disponible en https://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=815873&cm_sp=homepage_-_Featured_Content_Archive_-_Global_Rating_Trend_Shows_'BBB'_Level_Convergence

Fondo Monetario Internacional (2014). «Global Financial Stability Report, April 2014». Disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/FT/GFSR/2014/01/pdf/text.pdf>

Fridson, M. S.(2010). «How Research from the High-Yield Market Can Enhance Equity Analysis», disponible en <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cp.v27.n2.2>

Goldstein, M., E. Hotchkiss y E. Sirri (2007), «Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds». *Review of Financial Studies* 20 (2), 235-273

Internacional Capital Market Association (2013) «Economic importance of de Corporate Bond Markets», disponible en <http://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CDMQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.icmagroup.org%2Fassets%2Fdocuments%2FMedia%2FBrochures%2F2013%2FCorporate-Bond-Markets-March-2013.pdf&ei=FPBkUresO8ap7QbqyoDYDg&usg=AFQjCNHau3vTKRbjoVQQWQFMwagIYPVokw>

Proskauer (2013), High Yield Trends, disponible en <http://www.proskauer.com/files/uploads/2013-High-Yield-Bond-Study.pdf>

Reilly, F. K., Wright, D. J., & Gentry, J. A. (2009). Historic changes in the high yield bond market. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(3), 65–79

Standard&Poors (2013). «2013 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions», disponible en https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1279609&SctArtId=222966&from=CM&nsl_code=LIME

TABB Group (2012), «MiFID II and Fixed-Income Price Transparency: Panacea or Problem?» disponible en <http://www.afme.eu/workarea/downloadasset.aspx?id=6165>

