

**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN
DE EMPRESAS**

CURSO ACADÉMICO 2024-2025

TRABAJO FIN DE GRADO

Mención en Finanzas

**La Evolución del Mercado Internacional de los
Eurobonos**

**The Evolution of the International Eurobond
Market**

AUTOR/A: JESUS SAN MARTÍN FERNÁNDEZ

DIRECTOR/A: CARLOS LÓPEZ GUTIÉRREZ

CONVOCATORIA DE DEFENSA: JULIO, 2025

DECLARACIÓN RESPONSABLE

La persona que ha elaborado el TFG que se presenta es la única responsable de su contenido. La Universidad de Cantabria, así como quien ha ejercido su dirección, no son responsables del contenido último de este Trabajo.

En tal sentido, Don Jesús San Martín Fernández se hace responsable:

- 1. De la AUTORÍA Y ORIGINALIDAD del trabajo que se presenta.*
- 2. De que los DATOS y PUBLICACIONES en los que se basa la información contenida en el trabajo, o que han tenido una influencia relevante en el mismo, han sido citados en el texto y en la lista de referencias bibliográficas.*

Asimismo, declara que el Trabajo Fin de Grado tiene una extensión de máximo 10.000 palabras, excluidas tablas, cuadros, gráficos, bibliografía y anexos.

Fdo.: Jesús San Martín Fernández

ÍNDICE

GLOSARIO DE TERMINOS	4
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES.....	4
RESUMEN.....	5
ABSTRACT	6
1. INTRODUCCIÓN.....	7
2. EL EUROBONO: EL INSTRUMENTO FINANCIERO SIN FRONTERAS	9
2.1. EUROBONO CONVENCIONAL, EL CUPÓN BÁSICO Y SU DIFERENCIAL ...	11
3. TIPOS Y CLASES DE EUROBONOS	13
3.1. LOS EUROBONOS CONVERTIBLES Y <i>EUROWARRANTS</i>	15
3.2. EUROBONOS CON SWAPS	15
3.3. MERCADO A CORTO PLAZO EN EUROPA PARA EUROBONOS	16
3.4. EUROBONO FRN: EL CUPÓN VARIABLE Y LOS TIPOS DE REFERENCIA..	17
3.4.1. <i>FRN CON CAP Y/O FLOOR</i>	18
4. EVOLUCIÓN DEL MERCADO INTERNACIONAL DE EUROBONOS	21
4.1. ORÍGENES: DESARROLLO DURANTE EL SIGLO XX	21
4.2. EL CAMBIO DE SIGLO: EL NACIMIENTO DEL EURO	23
4.3. ACTUALIDAD: DESARROLLO DURANTE EL SIGLO XXI.....	25
CONCLUSIONES	30
REFERENCIAS	32

GLOSARIO DE TERMINOS

AIBD: Association of International Bond Dealers
BCE: Banco Central Europeo
BEI: Banco Europeo de Inversiones
CD: Certificados de Depósito
CP: Commercial Paper
ECP: European Commercial Paper
EURIBOR: Euro Interbank Offered Rate
FRN: Floating Rate Note
ICMA: International Capital Market Association
ICMSA: International Capital Market Services Association
ICSD: International Central Securities Depositories
MTN: Medium Term Note
RBC: Royal Bank of Canada
UE: Unión Europea
UEM: Unión Económica y Monetaria

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1 - Eurobonos por tipo de instrumento	13
Ilustración 2 - Papel Comercial y CD europeos por divisas en 2021	16
Ilustración 3 – Veinte años de EURIBOR (30.04.2005 - 30.04.2025)	17
Ilustración 4 - Cupón referenciado al EURIBOR: El tipo de interés supera al CAP	18
Ilustración 5 - Cupón referenciado al EURIBOR: El tipo de interés supera el FLOOR.	19
Ilustración 6 - Cupón referenciado al EURIBOR, con FLOOR y CAP	20
Ilustración 7 - Evolución del número y nominal (en miles de millones de dólares) de los eurobonos emitidos entre 1980-2000.....	21
Ilustración 8 – Eurodólar de Autostrade	22
Ilustración 9 - Evolución de las emisiones de eurobonos antes y durante la crisis financiera, a partir de una muestra 1.999 eurobonos.	25
Ilustración 10 - Eurodólares emitidos anualmente (en miles de millones de USD) en mercados emergentes entre los años 2000-2014	27
Ilustración 11 - Evolución de eurobonos 2018-2023 en número y volumen de emisiones	28
Ilustración 12 - Financiación Bancaria vs. Bonos Corporativos	29

RESUMEN

En este trabajo fin de grado se investiga la evolución del mercado de los eurobonos desde sus orígenes hasta la actualidad. El objetivo es evaluar el papel que los eurobonos han tenido como instrumentos de deuda en las finanzas internacionales, estudiando cómo ha crecido este mercado a través de las décadas.

Se analizan las características que distinguen al eurobono de otros instrumentos de deuda, destacando su laxa fiscalidad derivada de la naturaleza desregulada que ha definido el mercado de los eurobonos desde sus inicios. También se observa la situación actual de los eurobonos y las clases de los mismos que se pueden encontrar en los mercados modernos, destacando en el segmento de eurobonos flotantes o FRN por su atractivo como opción de inversión.

Se explora el origen de los eurobonos desde sus inicios con la emisión de Autostrade en 1963 y el contexto ésta donde tuvo lugar. A continuación se estudia el crecimiento experimentado a finales del siglo XX y el impacto que tuvo el nacimiento del euro en este mercado, con énfasis en el contexto europeo. Se pasa por los años de la crisis financiera del 2008, la irrupción de los mercados emergentes y la situación moderna del mercado de eurobonos.

Durante el desarrollo de este documento se han utilizado diversos artículos académicos hechos por autores especializados en los mercados de bonos, reportes oficiales publicados por instituciones financieras como Euroclear o ICMSA (del inglés *International Capital Market Services Association*) y libros de referencia escrito por expertos como Chris O'Malley.

Palabras clave: Eurobonos, mercado, cupón, emisión, dólares, euro, emisor, divisa, empresas, europeo, internacional.

ABSTRACT

This thesis investigates the development of the Eurobond market from its origins to the present day. The main objective is to assess the role that Eurobonds have played as debt instruments in international finance, analyzing how this market has grown over the decades.

The study examines the features that distinguish Eurobonds from other debt instruments, highlighting their favorable tax treatment thanks to the deregulated nature that has characterized the Eurobond market since its beginning. It also addresses the current state of the Eurobonds and the various types available in modern financial markets, with special attention on the segment of floating rate Eurobonds due to their appeal as an investment choice.

The origin of Eurobonds is explored from its very beginning with the Autostrade issuance in 1963 and the economic context in which it took place. The paper then analyzes the growth experienced in the late 20th century and the impact the creation of the Euro had on this market, with a focus on the European scene. It also covers the 2008 financial crisis, the emergence of developing markets, and the modern configuration of the Eurobond market.

During the research of this paper various academic articles written by specialists in bond markets have been consulted, along with official reports published by financial institutions such as Euroclear or ICMSA (International Capital Market Services Association) and books written by experts such as Chris O'Malley.

Keywords: Eurobonds, market, coupon, issuance, dollars, euro, issuer, currency, companies, European, international.

1. INTRODUCCIÓN

Vivimos en un mundo interconectado, no solamente en el ámbito cultural y social gracias a la fácil comunicación a grandes distancias que el avance tecnológico nos ha proporcionado, sino también en el área financiera y económica. El nivel de globalización que experimentamos en nuestros tiempos es algo jamás visto en la historia, inconcebible apenas un siglo atrás. Esto es más notable en el Europa, donde gracias a la existencia de la UE (Unión Europea) la posibilidad de cruzar fácilmente fronteras entre países ya no resulta novedoso sino algo cotidiano, por no hablar del revolucionario concepto de una misma moneda común para veinte estados distintos.

En la segunda mitad del siglo XX y mucho antes de que existiese euro, cuando el proteccionismo aún era popular y las fronteras eran mucho más difíciles de atravesar, el nacimiento de los eurobonos y su respectivo mercado fue un evento que supuso un punto de inflexión en los mercados financieros. La liberalización económica, la promoción del libre comercio y la globalización de los mercados internacionales que disfrutamos en el presente vino promovida por instrumentos financieros como los eurobonos, revolucionarios en sus orígenes por no estar ligados a una jurisdicción específica y poder actuar libres de las restricciones domésticas.

En su investigación Claes, De Ceuster y Polfliet (2000) afirmaron que podemos dividir el mercado de los bonos en tres partes. En primer lugar encontramos los bonos domésticos, emitidos principalmente por entidades locales y en la divisa del país de origen, como pueden ser las letras del tesoro. En segundo lugar están los denominados como bonos extranjeros, emitidos en un mercado determinado por entidades en el extranjero y en la divisa local. El objeto de estudio de este documento se trata del tercer tipo: los eurobonos.

La finalidad de este documento es el de analizar la evolución que ha experimentado el mercado internacional de los eurobonos desde sus orígenes hasta la actualidad, investigando los sucesos claves que impulsaron su crecimiento hasta convertirlo actualmente en uno de los mercados financieros más grandes del mundo.

Para elaborar este documento se ha estudiado los artículos académicos de múltiples autores como Melnik y Nissim, especialistas que han elaborado diversas investigaciones en el ámbito de los eurobonos. Entre estos autores se destacan Ian Kerr y Chris O'Malley, ambos escritores de dos importantes libros de la historia de los eurobonos, titulados respectivamente *A History of the Eurobond Market: The First 21 Years* y *Bonds without Borders: A History of the Eurobond Market*.

Por último, se ha hecho uso extensivo de la información proporcionada por las fuentes oficiales publicadas por instituciones financieras como el Credit Suisse o Euroclear y por organismos internacionales como ICSMA o el BCE.

En este análisis se empezará por explicar el funcionamiento de los eurobonos como instrumento de deuda. Se resaltarán qué beneficios ofrecen para los deudores como posibilidad de financiación, así como las características que los convierten en una atractiva opción de inversión. Observaremos la situación del mercado y veremos qué tipos de eurobonos podemos encontrar, desde eurobonos convencionales a cupón fijo hasta modalidades como los bonos convertibles.

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO INTERNACIONAL DE LOS EUROBONOS

Para estudiar el desarrollo del mercado de eurobonos se comenzará por evaluar sus orígenes desde la emisión de los primeros eurobonos. Se dará particular atención al importante periodo de 1980-2000, por ser los años a partir de los cuales el mercado comenzó su crecimiento prácticamente ininterrumpido. Desde una perspectiva europea, se estudiará el impacto que tuvo la introducción del euro en el mercado de los eurobonos y como esto ayudó a promover la integración económica y financiera del continente.

Para finalizar se examinará la situación más actual del mercado, pasando por la caída y recuperación tras la crisis financiera del año 2008. Examinaremos Euroclear, una institución financiera clave en el mercado de eurobonos y que nos ofrece los reportes más actuales del estado y calidad del mercado de eurobonos. Uno de los datos más relevantes ofrecidos por Euroclear, el cual nos ayuda a entender de qué clase de mercado estamos hablando, se trata del siguiente: Un mercado de 13,2 billones de euros que crece a un 5% anual, con más de 12.000 emisores en 130 países diferentes.

2. El Eurobono: El instrumento financiero sin fronteras

Es importante aclarar la confusión que el propio nombre del eurobono puede generar. No se trata de un bono exclusivamente europeo ni se limita exclusivamente a la divisa del euro. Tampoco se ha de confundir con la propuesta de deuda conjunta entre los miembros de la UE, la cual comparte la denominación de eurobono y se planteó como una posible solución a la crisis financiera de la Eurozona (Pobric, 2020).

El eurobono del que trata este documento es un instrumento de emisión de deuda que se vende en una divisa distinta a la del país de origen donde se emite el bono en primer lugar. Por definición, son bonos que se venden fuera del mercado nacional del país donde se emiten. De hecho, tras su emisión, su colocación se realiza simultáneamente en los mercados al menos dos países distintos (Guaita, Martí y Puertas, 2016).

Pueden emitirse en cualquier divisa, incluyendo el euro. Por ejemplo, en el caso de un eurobono emitido en dólares estadounidenses se trataría de un bono eurodólar. Los eurodólares en concreto han compuesto históricamente una parte significante del mercado total de los eurobonos, dada la importancia intrínseca de la moneda americana en la economía global. En su análisis sobre la anatomía del mercado de eurobonos en los años 1980-2000, Claes, De Ceuster y Polfliet (2000) concluían que justo antes del nacimiento del euro los eurodólares llegaron a componer aproximadamente el 40% de la totalidad del mercado.

El atractivo principal del eurobono como instrumento financiero es el de permitir a la empresa deudora evitar las regulaciones de su mercado doméstico y acceder a un mercado internacional con legislación menos estricta. Esto tiene lugar dado que el eurobono no se rige por una jurisdicción específica, sino que dependerá de la divisa y el lugar donde se lleve a cabo la emisión. Como resultado, el mercado de eurobonos es un mercado de deuda mucho más desregulado que cualquier otro mercado internacional de bonos (Fuertes y Serena, 2018). A la vez que ofrece mayor libertad de financiación para el deudor, los inversores locales obtienen la oportunidad de inversión internacional utilizando su propia divisa local.

El mercado de los eurobonos es un mercado *over the counter*, por el cual los instrumentos financieros se negocian directamente entre las dos partes involucradas y fuera del ámbito de los mercados organizados. Asimismo, los eurobonos son comúnmente emitidos al portador, lo que significa que los títulos se emiten sin indicar el nombre de su propietario y la única manera de demostrar su propiedad es estando en posesión del mismo (Choudhry, 2008).

Los participantes en el mercado de eurobonos tienden a buscar opciones de financiación e inversión con estructuras fiscalmente más eficientes de lo que encontrarían en los mercados locales. Esto se combina con el anonimato que ofrecen la inversión en títulos al portador, pues estos resultan atractivos para inversores que valoran la confidencialidad. Estos inversores son variados y divididos en múltiples grupos, desde fondos de inversión y bancos comerciales hasta inversores particulares y empresas privadas (Choudhry, 2008).

La madurez media de los eurobonos oscila alrededor de los 5 años (Pobric, 2020), si bien estos títulos se pueden encontrar con una amplia diversidad de plazos de vencimiento. Gran parte del mercado está compuesto por bonos con plazos entre 5 y 10 años, siendo los eurobonos a corto plazo un segmento minoritario (Melnik y Nissim, 2005). Los eurobonos pueden diseñarse al gusto del emisor, como analizaremos en la sección dedicada a las clases de eurobonos.

La emisión de los eurobonos puede llevarse a cabo por cualquier tipo de organización, destacando el papel de gobiernos nacionales y regionales así como organizaciones supranacionales como el World Bank o grupos asociados a la UE (Claes, De Ceuster y Polfliet, 2000). En las últimas décadas han cobrado importancia las empresas multinacionales, más concretamente las instituciones financieras (Pobric, 2020), quienes además de emisores también actúan habitualmente en representación del emisor original para tramitar la colocación.

Estas instituciones tendrán cierta ventaja si operan desde el país al que pertenece la divisa del eurobono al poseer más experiencia dentro de su propio mercado (Melnik y Nissim, 2005). Como veremos más a fondo en el apartado relativo a la historia de los eurobonos, la creación de la UEM (Unión Económica y Monetaria) permitió a múltiples países europeos una integración financiera alrededor del euro que benefició enormemente al mercado de los eurobonos europeos.

Desde su concepción los eurobonos se han considerado como instrumentos financieros con una alta calidad crediticia. Siguiendo los criterios de instituciones como Fitch Ratings (2014), las más altas de estas calificaciones oscilan entre AAA para indicar la máxima calidad y mínimo riesgo, AA para señalar muy alta calidad y A para representar buena calidad con bajo riesgo. La calificación por debajo de A, la puntuación BBB, representa una inversión aceptable con algo de posible riesgo.

Por ello, es destacable que los eurobonos sean habitualmente asignados calificaciones entre el rango de AAA y A, con tan solo el 5% de los eurobonos llegando a ser puntuados como BBB (Melnik y Nissim, 2005). De acuerdo a Choudhry (2008), según datos del Fondo Monetario Internacional menos del 5% de todos los eurobonos no tienen calificación alguna.

En su artículo sobre los efectos en la riqueza de los accionistas de financiarse vía eurobonos, Athanassakos y Schnabel (1996) buscaban comparar los mercados de bonos domésticos y de eurobonos. Para ello, utilizaron muestras compuestas por empresas estadounidenses y canadienses para analizar cómo valora el mercado la situación financiera de aquella compañía que se financia a través de la emisión de eurobonos.

En comparación a la financiación con la emisión de bonos domésticos, que no causaban efecto significativo en el valor de las acciones de las compañías observadas, la emisión de eurobonos sí provocaba una reacción poco significativa pero aun así positiva en el valor de las acciones. Entre las posibles explicaciones, los autores indican como la financiación con eurobonos es algo propio de empresas de bajo riesgo y, por ello, la emisión de eurobonos se observa como una señal positiva de la compañía.

2.1. Eurobono convencional, el cupón básico y su diferencial

La mayoría de los eurobonos tienen como estructura el pago vía cupones (Claes, De Ceuster y Polfliet, 2000). Los inversores reciben el pago de un cupón calculado de acuerdo a como se negocie el eurobono en el momento de su emisión. Aunque la estructura de los cupones puede ser de tipo variable o fijo, vamos a comenzar viendo el funcionamiento de un cupón fijo estándar para entender los aspectos que afectan al rendimiento de un eurobono convencional.

Un eurobono estándar tiene su cupón referenciado a un tipo fijo, con una periodicidad anual y madurez típica de entre 5 y 10 años. Como este tipo de bonos no están asegurados, dependen en gran medida de la calificación crediticia del emisor para atraer inversores. Dado que no están sujetos a una jurisdicción concreta, el pago de los intereses en eurobonos tiene una carga fiscal mucho más reducida que otros tipos de instrumentos financieros (Choudhry, 2008).

El rendimiento de los eurobonos depende de los múltiples factores que el emisor considera a la hora de elegir en qué mercado desea realizar la emisión. Es el caso de por ejemplo la calificación crediticia, la cual resulta muy importante para los eurobonos en países desarrollados. Para los países en desarrollo, más dependientes de los eurobonos para financiar su deuda soberana, en lugar de elementos como el *rating* son los factores macroeconómicos como la inflación o el crecimiento del PIB los que más impactan en el rendimiento de los mismos (Pobric, 2020).

En las emisiones de los eurobonos, el factor más importante de remuneración para las inversiones es el spread o diferencial, y se le considera como uno de los elementos principales de negociación a la hora de tramitar una emisión (Guaita, Martí y Puertas, 2016). El *spread* representa la prima de riesgo del bono. Refleja la diferencia entre la rentabilidad de un bono y la rentabilidad de un bono considerado libre de riesgo, como puede ser un bono del estado (O'Malley, 2015). Un mayor spread supondrá una emisión más costosa, y viceversa.

El diferencial de la emisión se ve determinado por factores como la calificación crediticia, el tamaño del bono y su plazo de vencimiento. Un inversor no tendrá que preocuparse del riesgo de impago si el eurobono tiene alta calificación crediticia, lo que reduce el spread resultante. Asimismo, a mayor tamaño del volumen del eurobono el emisor podrá negociar una menor rentabilidad y por tanto un menor diferencial. Para los inversores, las emisiones de gran tamaño resultan atractivas pues generan mayor liquidez en el mercado secundario (Guaita, Martí y Puertas, 2016).

En un eurobono cuya estructura de cupones es fija el cupón se mantiene constante durante la vida del bono, puesto que el pago viene ajustado a un tipo de referencia fijo. Melnik y Nissim (2005) explican la diferencia entre la emisión de un eurobono según su tipo de cupón: Para la emisión de un eurobono con cupón fijo, el emisor negocia para colocarlo en el mercado con un sindicato creado por bancos de inversión con el objetivo de tramitar la emisión en cuestión. En esta negociación se acuerdan las condiciones con el prestatario y este sindicato suscribe la emisión, o parte de la misma, a un precio acordado.

Posteriormente los miembros del sindicato “revenden” su parte en el mercado o a otros clientes. Esto conlleva el riesgo de no poder vender inmediatamente la emisión o acabar obligado a venderlo a precios inferiores. A cambio de ese riesgo y como compensación por la labor realizada reciben una comisión, así como la posible ganancia entre el precio de compra al emisor y el precio de venta en el mercado.

Al contrario que los eurobonos de cupón fijo, donde el colocador adquiere la emisión a y asume cierto riesgo en la posterior colocación y venta en el mercado, con los eurobonos a cupón variable el colocador no se compromete a comprar la emisión no vendida en el mercado y por tanto no asume el riesgo previamente mencionado. No existe diferencia entre el precio que paga al emisor y el precio en el que se venden los bonos a los inversores (Melnik y Nissim, 2005).

La decisión de invertir en eurobonos a tipo fijo o eurobonos con cupón variable depende del perfil del inversor. Los eurobonos de cupón fijo están sujetos a un determinado tipo hasta su vencimiento final, lo que puede ofrecer seguridad para el inversor que valore la predictibilidad.

En comparación, un cupón variable puede tener mayor riesgo asociado al depender del comportamiento de los mercados, si bien otros inversores pueden ver la posibilidad de obtener mayores rendimientos que el de otras alternativas de tipo fijo. Estos inversores pueden tener expectativas bajistas o alcistas respecto al mercado y actuar de acuerdo a esas estimaciones invirtiendo en eurobonos flotantes con las propiedades particulares que busquen en cada momento.

A continuación vamos a explorar la clase de eurobonos que podemos encontrar, así como la relativa importancia de cada uno dentro del mercado. Haremos especial énfasis en los eurobonos de cupón variable o FRN, al igual que se revisarán modalidades notorias como las opciones convertibles o el mercado a corto plazo.

3. Tipos y clases de Eurobonos

Los eurobonos han evolucionado enormemente desde los inicios del mercado. El avance tecnológico ha cambiado la forma en la que estos títulos financieros se negocian, y las innovaciones financieras a lo largo de las décadas como los primeros eurobonos flotantes en 1970 o el primer eurobono con swap en 1981 han creado nuevas formas de participar en este mercado (O'Malley, 2015).

Podemos establecer diferentes parámetros para clasificar los eurobonos. Una opción es categorizarlos de acuerdo a su tipo de emisor: están los eurobonos soberanos emitidos por gobiernos nacionales y considerados como inversiones de bajo riesgo al estar respaldados por el estado, los eurobonos supranacionales emitidos por entidades internacionales como el World Bank, y los eurobonos corporativos emitidos por empresas (Pobric, 2020).

Para hacer una efectiva distinción entre clases de eurobonos se usará las características básicas que definen un tipo u otro de eurobono, siendo estas el volumen o cantidad monetaria emitida a través del título en cuestión, plazos de vencimiento, la estructura de pago de cupones, la divisa y el tipo de interés. El eurobono puede variar en gran medida dependiendo de cómo se negocie la emisión.

Claes, De Ceuster y Polfliet (2000) indicaban los tipos de eurobonos que podíamos encontrar a inicios del siglo XXI: El 73,8% eran eurobonos con cupón fijo y el 21,8% correspondían a eurobonos con cupón flotante o FRN, mientras que de forma minoritaria el 4,6% eran eurobonos de cupón cero y el 4,4% eran eurobonos convertibles. El 14,4% de los eurobonos tenían opciones incorporadas, en su mayoría con una opción CALL.

Durante estos años Melnik y Nissim (2005) indican como más del 50% de todos los eurobonos tenían una madurez de entre 5 y 10 años, mientras que las emisiones de 1 a 5 años constituyan un 15%. Estos porcentajes se han acercado con el paso de los años, dado que los títulos de 5 a 10 años han visto reducida su popularidad a la vez que aquellos de 1 a 5 años de madurez se han vuelto cada vez más utilizados.

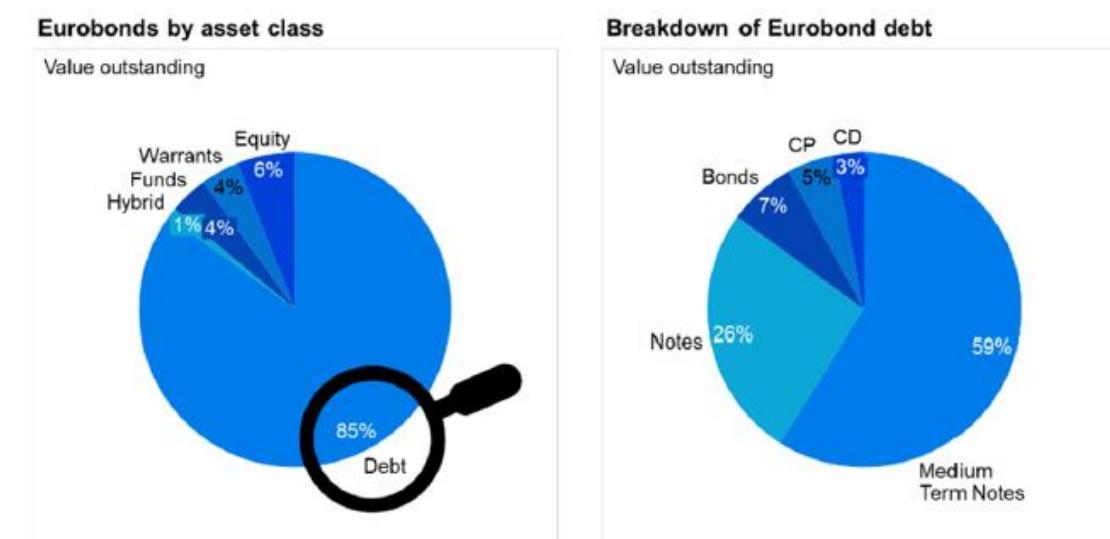


Ilustración 1 - Eurobonos por tipo de instrumento

Fuente: ICMSA & Rockview

Dada su relevancia como forma de emisión de deuda no es de extrañar ver que el 85% de los eurobonos son instrumentos de deuda (Ilustración 1). Este segmento se desagrega en la gráfica derecha, y encontramos aquí los instrumentos que más nos interesan en este documento.

Las notas representan instrumentos de deuda a medio plazo con una estructura más simple que el ordinario MTN, mientras que los bonos suelen tener una estructura más a largo plazo. Estos últimos tienen poca participación en la Ilustración 1 como consecuencia de haber en gran parte sido sustituidos por los denominados MTN (en inglés *Medium Term Notes*).

Los eurobonos MTN, también llamados eurobonos a medio plazo, se caracterizan por ser principalmente emitidos con plazos de 5 y 10 años, unos vencimientos que como decía Pobric (2020) coinciden con la madurez promedio del mercado. El atractivo de los MTN se basa en su estructura flexible, pues pueden negociarse con un pago de cupones fijos o variables, así como se les puede añadir opciones CALL o PUT.

Con la opción CALL el emisor puede amortizar anticipadamente su bono, un beneficio para la empresa emisora a cambio de un diferencial más alto. Opuestamente, la opción PUT funciona como una cláusula de venta anticipada bajo la cual el inversor puede redimir el título antes del vencimiento, tratándose de un beneficio para los inversores y un método que los deudores utilizan para atraer más inversión.

La evolución del mercado ha permitido el desarrollo de otras formas de emisión: Siguiendo la Ilustración 1, están los fondos cotizados y los *warrants* representando cada uno un 4% del mercado, los activos clasificados como *equity* con un 6% y un minoritario 1% perteneciente a valores con características mixtas de deuda y capital, como los bonos perpetuos, caracterizados por tener un plazo de vencimiento infinito.

3.1. Los eurobonos convertibles y *eurowarrants*

Los bonos convertibles, el cual combina elementos del bono corporativo habitual con las acciones, tienen un plazo de vencimiento definido y el pago de una serie de cupones, si bien tienen un coste asociado más alto que el de un bono corriente. Su particularidad radica en la posibilidad del propietario del bono en recibir, al vencimiento del mismo, un determinado número de acciones equivalente al principal. El inversor puede decidir si recibir ese principal o convertirlo en acciones. Los inversores pueden interesarse por esta opción al salir beneficiados si las acciones de la empresa subieron en bolsa desde que adquirieron la propiedad del bono (Credit Suisse, 2021).

Otro instrumento con relativa similitud son los eurobonos con warrants, también denominados como *eurowarrant*. Son bonos que tienen añadida una opción (warrant) convertible en acciones, o en otro bono. El warrant vinculado al bono permite a su poseedor comprar acciones a un precio específico en una fecha determinada. Es posible comprar y vender el warrant por separado del bono, pues actúan como dos activos distintos que se comercian por separado en el mercado secundario.

Tienen por objetivo hacer los eurobonos más atractivos para los inversores, pues estos consiguen tener un interés en el positivo rendimiento de las acciones de la empresa sin necesidad de invertir en estas directamente. El emisor se beneficia al pagar un menor cupón y adquirir capital más fácilmente (Choudhry, 2008). Si el inversor ejerce el warrant, este recibirá una cantidad de dinero equivalente a las acciones compradas por un precio menor al que tendrían en el mercado.

La diferencia del eurowarrant con los eurobonos convertibles se basa en que en estos últimos realizar la conversión hace perder el bono y su respectivo derecho a recibir cupones. Los eurobonos con warrant son dos instrumentos distintos y es posible ejercer el warrant para adquirir acciones al mismo tiempo que se mantiene el bono y el derecho de recibir el pago de cupones.

3.2. Eurobonos con swaps

La introducción de los swaps en 1981 fue uno de los principales motores del mercado de los eurobonos. Con un swap las partes involucradas acuerdan intercambiar flujos de caja futuros. Choudhry (2008) destacaba dos clases de swaps que podíamos encontrar en el mercado, empezando por los swaps de divisas, donde se intercambian los tipos de cambios entre monedas distintas. En el segundo tipo, swaps de los tipos de interés, lo que se intercambia son las tasas de interés aplicadas al cupón.

Permiten a los deudores emitir sus bonos en un mercado donde haya inversores y, por tanto demanda, para posteriormente utilizar un swap y aplicar otro tipo de cambio más favorable. Son habituales los eurobonos emitidos en divisas determinadas, por requerimiento del cliente, para inmediatamente después de la emisión proceder a implementar un swap con otra divisa deseada (Choudhry, 2008).

Una de las principales ventajas de los swap es la posibilidad de adquirir financiación a menores costes. De hecho, solo será viable efectuar un swap si esto resulta en menores costes dado que el emisor se expone a una vulnerabilidad adicional: el riesgo de que la contraparte del swap pueda incumplir sus pagos.

3.3. Mercado a corto plazo en Europa para eurobonos

Los eurobonos a corto plazo componen una parte minoritaria del conjunto total, como podemos observar a partir de los datos proporcionados por Euroclear sobre los dos principales instrumentos a corto plazo: el Papel Comercial y los Certificados de Depósito.

El papel comercial es un tipo de instrumento de deuda sin colateral y con una maduración a muy corto plazo que se emite exclusivamente por empresas. La emisión mínima varía según la legislación doméstica: en el caso de la ley británica serían 500.000\$ (Darpeix, 2022). Los Certificados de Depósito son similares, emitidos principalmente por entidades financieras y típicamente con vencimientos menores a un año (O'Malley, 2015).

Por la naturaleza de los inventores en papel comercial y certificados de depósito, estos mercados suelen ser domésticos y su regulación varía entre países, pero en el contexto europeo y con el propósito de vincular estos mercados se han desarrollado iniciativas como el mercado internacional ECP (por su nombre inglés *European Commercial Paper*) (Hill, 2021).

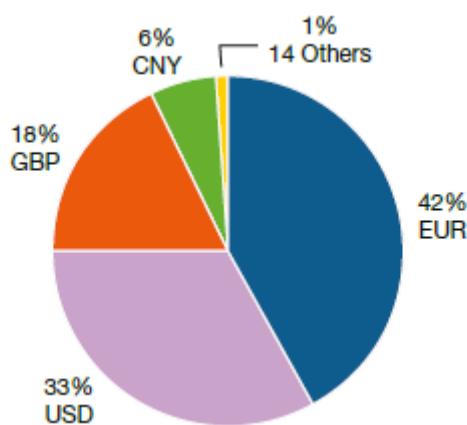


Ilustración 2 - Papel Comercial y CD europeos por divisas en 2021

Fuente: Hill, A. (2021)

Este mercado involucra múltiples divisas puesto que no busca cubrir exclusivamente la zona euro, lo que permite el desarrollo de eurobonos a corto plazo en un marco internacional europeo. En 2021, el volumen total de este mercado alcanzó los 850 mil millones de euros (Darpeix, 2022).

3.4. Eurobono FRN: El cupón variable y los tipos de referencia

En contraposición a los eurobonos de cupón fijo, la posibilidad de negociar un bono vinculado a un tipo de interés de referencia variable permite la creación de los denominados como eurobonos flotantes o FRN. Los eurobonos de cupón fijo dominaron el mercado durante el siglo XX pero los eurobonos FRN siempre han sido un segmento importante del mismo, cada vez más populares desde su introducción en el año 1970 (O'Malley, 2015).

Funcionan en principio al igual que un eurobono a cupón fijo: el eurobono paga cupones periódicos al inversor y este recibirá el principal del bono al vencimiento del mismo. La diferencia radica en que la cuantía de estos cupones fluctúa entre períodos, de acuerdo a como esté el tipo de interés establecido en el momento de pagar el cupón. La posible bajada o subida de los tipos de interés variables, según el comportamiento de los mercados financieros en ese periodo, es donde entran las potenciales ganancias o pérdidas del inversor.

Existen múltiples índices de referencias, entre los que destacan el ESTR, el SOFR y el EURIBOR. En Europa es habitual utilizar este último, el cual se trata de una media de los tipos de interés a los que los bancos europeos se prestan fondos a corto plazo entre sí en el mercado interbancario. Es un índice que se publica todos los días, calculado por el Instituto Europeo de los Mercados Monetarios y muy usado en el caso de las hipotecas (Expansión, 2025).

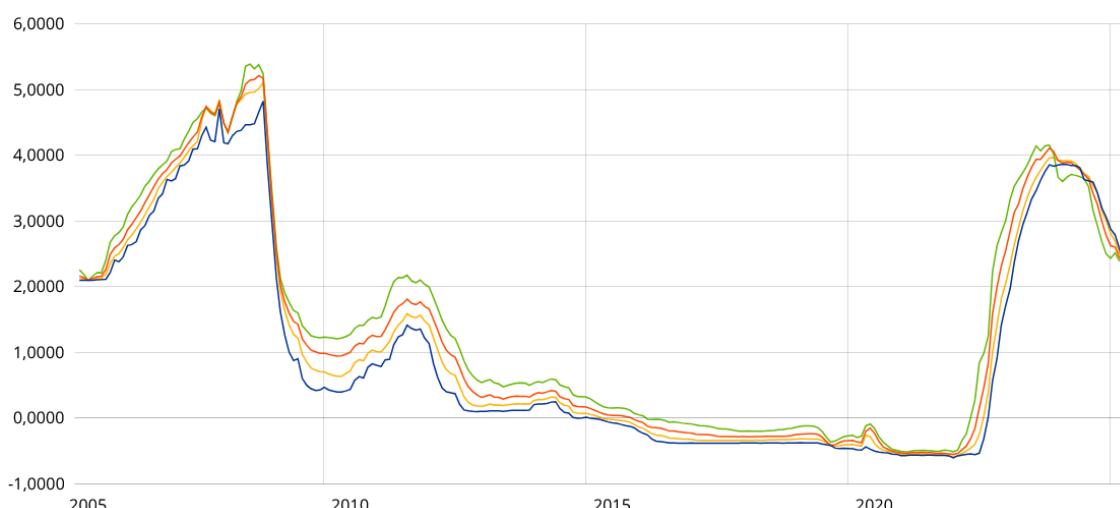


Ilustración 3 – Veinte años de EURIBOR (30.04.2005 - 30.04.2025)

Fuente: Banco Central Europeo (BCE)

El EURIBOR puede tomarse en múltiples plazos (Ilustración 6: Línea azul: EURIBOR a 1 mes, línea amarilla: EURIBOR a 3 meses, línea roja: EURIBOR a 6 meses, línea verde: EURIBOR a 1 año). La periodicidad del cupón flotante no tiene por qué ser la misma que el tipo de referencia elegido. Es decir, si se acuerda un cupón trimestral y el uso del EURIBOR, se puede utilizar como referencia el EURIBOR anual, semestral, mensual, etc.

Dentro del EURIBOR fue destacable el periodo entre 2016 y 2022, donde el EURIBOR ha llegado a constar como negativo durante años. En los datos más recientes de abril de 2025 (Ilustración 3) el EURIBOR ronda aproximadamente el 2%, con similares puntos porcentuales que los registrados en las mismas fechas hacia exactamente 20 años.

Al tipo de referencia escogido se le puede aplicar un diferencial, también fijado en el momento de la emisión y que se mantiene fijo durante toda la vida del bono. El diferencial se añade al porcentaje correspondiente al tipo de referencia y el porcentaje total resultante será a partir del cual se calcule el pago del cupón.

A mayor sea el diferencial, mejores rendimientos recibirá el inversor pues mayor será el pago de los cupones. Este diferencial pretende compensar el riesgo de impago, es decir, la probabilidad de que el emisor no pague su deuda al vencimiento. El diferencial será mayor o menor dependiendo de las circunstancias de cada bono, e incluso puede resultar negativo (Simón Millán, 2021).

3.4.1. **FRN con CAP y/o FLOOR**

Los eurobonos FRN pueden negociarse con la adición de un CAP y/o FLOOR, respectivamente denominados como CAP FRN o FLOOR FRN. En el CAP FRN se negocia una referencia pactada, el CAP, y el cupón variará de acuerdo al tipo determinado pero nunca podrá superar ese tope máximo (RBC Capital Markets, 2017). Es decir, el cupón de un CAP FRN corresponderá a la cantidad mínima de dos posibilidades: el EURIBOR más el diferencial al igual que el FRN básico o el CAP.

Este instrumento se emite con un diferencial más alto que el que podríamos esperar de un FRN convencional. Esto permite atraer a inversores que deseen beneficiarse del mayor diferencial ofrecido y simultáneamente puedan tener expectativas ligeramente alcistas respecto al mercado, por lo cual esperan que los tipos de interés suban y el cupón aumente, pero no esperan un alza tan significativa que sobrepase el CAP.

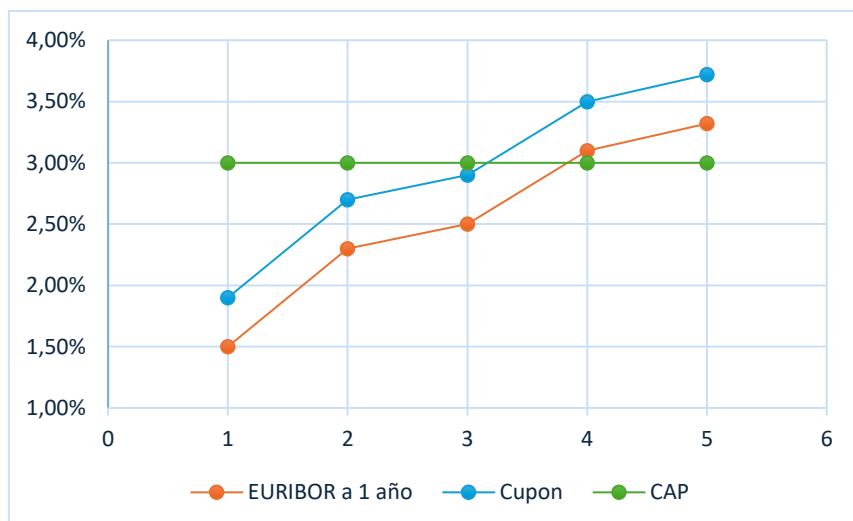


Ilustración 4 - Cupón referenciado al EURIBOR: El tipo de interés supera al CAP

Fuente: Elaboración propia

Usando datos ficticios como ejemplo, en la Ilustración 5 se observa cómo se comportaría un determinado cupón con el añadido de un CAP del 3%. Habiéndose negociado un bono referenciado al EURIBOR a 12 meses, si el EURIBOR se incrementa pero no supera al CAP el inversor habría conseguido un rendimiento óptimo al beneficiarse de un diferencial mayor y un mercado alcista. En los últimos dos años se muestra cómo, llegado a superar el CAP, se limita el cupón a un 3% anual.

En el caso de un FLOOR FRN nos encontramos una situación inversa. El FRN se pacta con una referencia mínima que denominamos el FLOOR, al cual el emisor está obligado a pagar sus cupones hasta que el tipo de referencia se alce lo suficiente como para superar ese FLOOR (RBC Capital Markets, 2017). El inversor de este producto financiero se ve beneficiado al disponer de una rentabilidad mínima asegurada en el caso de que tenga expectativas bajistas respecto a los tipos de interés, y el emisor negocia un diferencial pequeño, nulo o incluso negativo, lo que reduce el coste de financiar su deuda.

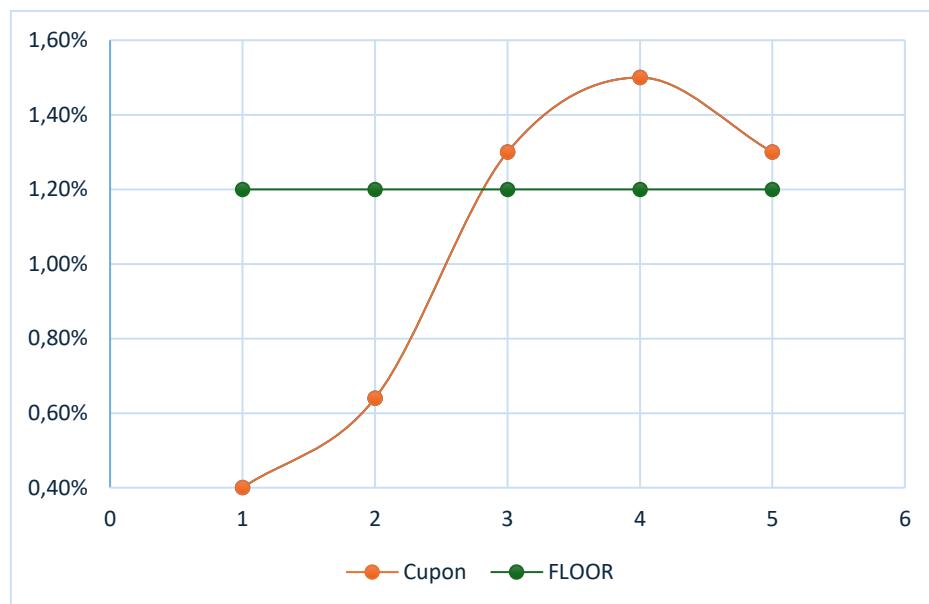


Ilustración 5 - Cupón referenciado al EURIBOR: El tipo de interés supera el FLOOR

Fuente: Elaboración propia

En este nuevo ejemplo (Ilustración 5) disponemos de un cupón cuyo FLOOR se encuentra en el 1,20%. Cuando el EURIBOR oscila entre el 0,4% y el 1%, el inversor puede esperar disponer de unos rendimientos del 1,20%. Cuando supera el FLOOR, los cupones empezarán a pagarse según el EURIBOR.

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO INTERNACIONAL DE LOS EUROBONOS

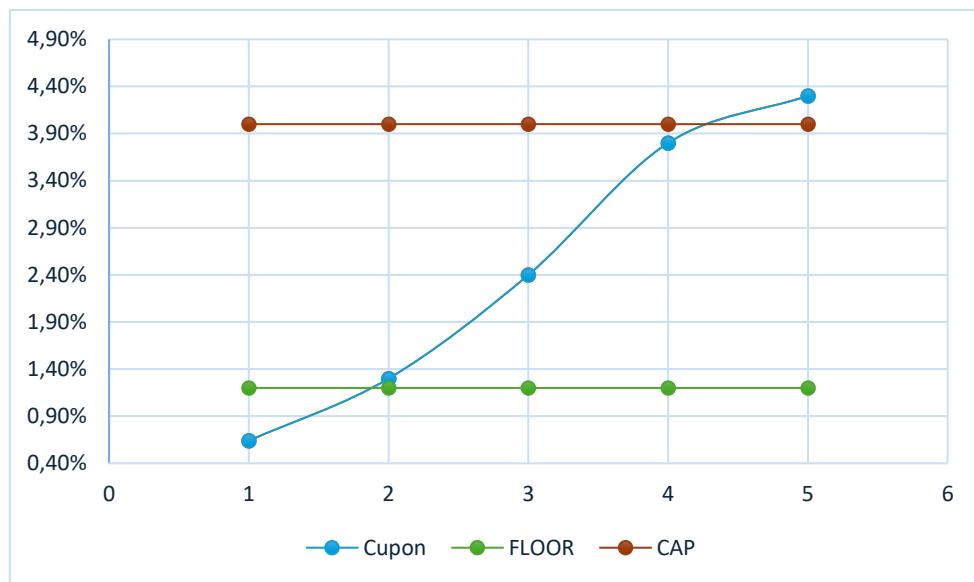


Ilustración 6 - Cupón referenciado al EURIBOR, con FLOOR y CAP

Fuente: Elaboración propia

Existe la posibilidad de combinar ambos CAP y FLOOR en un instrumento denominado Collar. El FRN con collar es llamado *Collared FRN*, y su resultado es un cupón que ofrece un rendimiento mínimo y máximo garantizado, oscilando entre ambos de acuerdo al tipo de interés escogido. Ilustración 6 representa un ejemplo de tal caso.

4. Evolución del mercado internacional de eurobonos

4.1. Orígenes: Desarrollo durante el siglo XX

Este mercado es uno relativamente nuevo, si tenemos en cuenta que los primeros eurobonos tuvieron lugar en la segunda mitad del siglo XX. El primer eurobono de la historia fue la emisión de 5 millones de dólares realizada en el año 1957 por la empresa Petrofina, una petrolera belga (Athanassakos y Schnabel, 1996). No obstante, muchos señalan a una emisión posterior como el verdadero origen del mercado de los eurobonos.

En el año 1963, la empresa italiana Austrade emitió un préstamo de 15 millones de dólares con un cupón fijo anual del 5,5%, a 250 dólares cada uno. Un bono en dólares, emitido por un italiano, cotizado en la Bolsa de Luxemburgo y con un contrato escrito de acuerdo a las leyes británicas, esta emisión es considerada por muchos como el verdadero origen del mercado de los eurobonos por su importancia e impacto en el mundo financiero (Fassone, 2022).

La fecha no es ninguna coincidencia. En julio de 1963 el gobierno estadounidense impuso el denominado *interest equalization tax*, una tasa impositiva en la compra de activos financieros extranjeros que buscaba desincentivar a los estadounidenses de invertir en el extranjero (Glover, 2013).

Gracias a estos nuevos eurobonos, inversores europeos eran capaces adquirir capital estadounidense sorteando las leyes fiscales que imperaban en los años 60, adquiriendo valiosos dólares en el proceso. Estos primeros eurobonos se tramitaban de forma física, hasta que el avance tecnológico permitió su emisión y posesión de manera electrónica como en la actualidad.

El mercado creció ininterrumpidamente en las posteriores décadas, especialmente a partir de los años ochenta. Según Ian Kerr en su libro *A History of the Eurobond Market* (1984), se estima que entre 1963 y 1967 se emitieron en eurobonos alrededor de un volumen de 4,8 mil millones (*billions* en inglés) de dólares. En los años setenta las emisiones de eurobonos ya sumaban aproximadamente 20 mil millones de dólares, y para 1982 los eurobonos ascendían a un total de 119 mil millones de dólares.

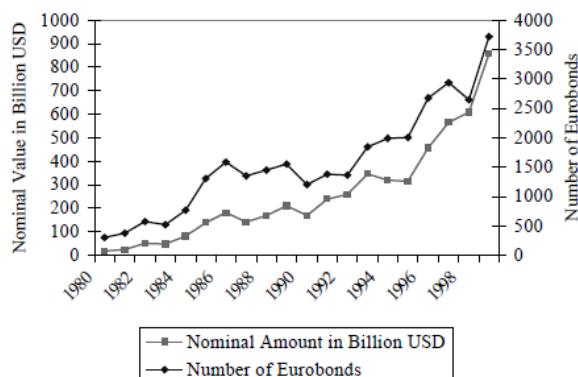


Ilustración 7 - Evolución del número y nominal (en miles de millones de dólares) de los eurobonos emitidos entre 1980-2000

Fuente: Claes, De Ceuster y Polfliet (2000)

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO INTERNACIONAL DE LOS EUROBONOS

En estas primeras décadas, el mercado de eurobonos estaba concentrado en Europa, Estados Unidos y Japón. Las entidades supranacionales emisoras de eurobonos eran casi exclusivamente europeas, entre las que destacaban especialmente el BEI (Banco Europeo de Inversiones) y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento. Al menos el 70% de estos eurobonos eran emitidos por empresas pertenecientes a la industria financiera, mientras que los eurobonos emitidos por gobiernos terminaban siendo en promedio mayores en volumen (Claes, De Ceuster y Polfliet, 2000).

Una innovación financiera del siglo XX que estimuló especialmente el crecimiento del mercado de los eurobonos fue los *swaps*, diseñados por primera vez por el World Bank en el año 1981 (O'Malley, 2015). Los swaps permitían a dos partes intercambiar pasivos como tipos de interés o tipos de cambio entre sí con el propósito de lograr beneficio mutuo. Distintas divisas podían estar involucradas en un mismo swap (Choudhry, 2008).

Su efecto fue de tal magnitud que se estima que en 1984 al menos dos tercios de la totalidad del mercado primario de eurobonos eran emisiones con swap (O'Malley, 2015). Claes, De Ceuster y Polfliet (2000) analizaron como, si bien el uso de swaps se redujo en los últimos años del siglo XX, fueron extremadamente populares tras su incepción en los años ochenta y su uso extensivo en los años posteriores fue un factor clave en el aumento del uso de eurobonos.

Este crecimiento fue especialmente significativo en la última década del siglo XX. Melnik y Nissim (2005) remarcaban esta evolución con las siguientes cifras: En el año 1990 se emitió un total de 1206 eurobonos por un valor global de aproximadamente 169 mil millones de dólares, mientras que en el año 1999 se alcanzaron 3716 eurobonos emitidos por un valor conjunto de aproximadamente 857 mil millones de dólares. Según Pobric (2020) el crecimiento medio del mercado de los eurobonos entre 1990 y 2000 se alzó en un 18,4% anual.

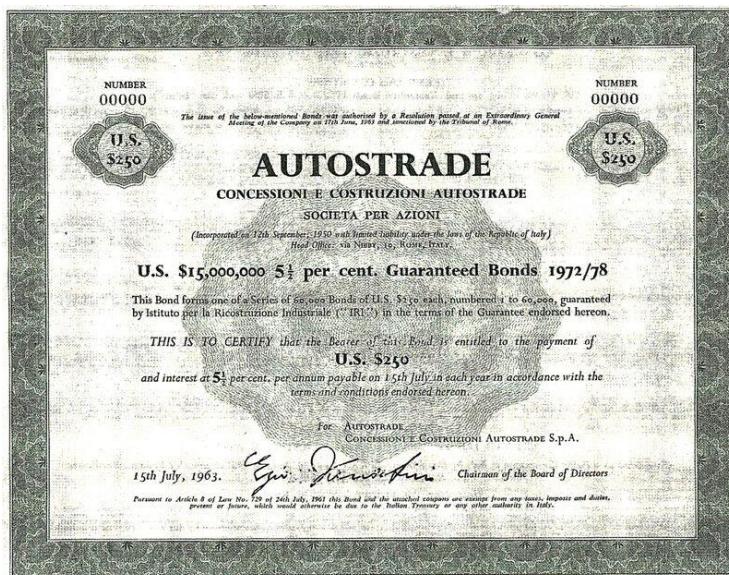


Ilustración 8 – Eurodólar de Autostrade

Fuente: Ian M. Kerr. *A history of the Eurobond Market: The First 21 Years*.

4.2. El cambio de siglo: El nacimiento del euro

Recordemos que, originalmente, el eurobono surgió como respuesta a las restricciones legales y fiscales entre países, tratándose de una nueva manera en la que los inversores podían captar capital más allá de sus fronteras. Por ello, la expansión de este mercado estuvo intrínsecamente vinculado a la promoción del libre comercio y, especialmente, a la evolución del continente europeo. O'Malley (2015) destacó como durante los años noventa los actores del mercado de bonos estuvieron particularmente atentos a las preparaciones para la implementación de la UEM.

El nacimiento del euro en el año 1999 fue un punto de inflexión en la historia de este mercado. Se redujeron los costes de emitir eurobonos entre países de la UEM al eliminar los riesgos asociados al tipo de cambio, mientras que los inversores vieron reducidos los costes de transacción. La base de inversores aumentó al combinar múltiples países en una sola divisa, a la vez que la integración de estos mercados financieros europeos atrajo capital e inversores no europeos (Melnik y Nissim, 2005).

La circulación física del euro no tuvo lugar hasta el año 2002, por lo que en este periodo de tiempo el euro se utilizaba exclusivamente en el ámbito financiero. Según O'Malley (2015) los eurobonos emitidos en cualquiera de las 11 divisas previas al euro eran referidos y denominados en su divisa original, pero adicionalmente se diseñaban de manera que fueran convertibles al euro, así como también tenían la posibilidad de recibir el pago de sus cupones en euros o en la moneda original hasta el año 2002.

De acuerdo a Pobric (2020) se ha llegado a observar cómo la prima de riesgo de los eurobonos puede variar significativamente entre eurobonos aparentemente iguales, incluso procedentes del mismo emisor, cuando tienen divisas distintas. Melnik y Nissim (2005) teorizaron como, antes de la creación de la UEM, los costes de emisión para eurobonos en divisas europeas predecesoras al euro eran superiores que los costes de emisión equivalentes para eurobonos en dólares.

Para demostrarlo Melnik y Nissim (2005) estimaron, en promedio, que los eurobonos emitidos en divisas previas al euro tenían costes de emisión por un 0,53% del valor del eurobono a precio de mercado. Por el contrario, los eurodólares de la época tenían una media de costes de emisión del 0,32% del valor del eurobono.

La principal razón se debía a que mientras los bonos en dólares se vendían en el mercado primario a precios cercanos a su valor de mercado real, los eurobonos en divisas pre-euro se terminaban vendiendo a precios por debajo de su valor de mercado. Adicionalmente, las comisiones a pagar por emitir eurobonos en divisas europeas eran significativamente más grandes a lo que debían de pagar las emisiones en dólares.

Más que indicar una situación negativa para las monedas europeas, esta información nos indica como el dólar era la divisa predilecta en las finanzas internacionales del siglo XX. Una emisión en esta moneda era suficiente para justificar menores comisiones y facilitar su venta en el mercado, en comparación a cualquier otra moneda de la época.

Tras la introducción del euro, los eurobonos emitidos en Europa sufren un cambio drástico. Esos sobrecostes desaparecen casi por completo y el coste de emisión para ambos tipos de eurobonos se vuelve casi idéntico (Pobric, 2020). Melnik y Nissim (2005) concluyen que la integración de la UEM ha sido un éxito pues ha permitido mitigar notablemente la diferencias entre eurobonos: calcularon como tras el establecimiento de la UEM la media de costes de emisión para eurodólares y eurobonos en euros pasó a ser para ambos de un 0,43% del valor del bono. Esto demostraba una reducción de los costes para eurobonos europeos, a la vez que supuso un incremento para los eurobonos en dólares, de manera que ambos tipos de bonos eliminaron sus desigualdades.

Las divisas que imperaban justo antes del euro eran el dólar estadounidense, el yen japonés y el marco alemán, pues en conjunto englobaban al menos el 60% del mercado en número de emisiones y tamaño de las mismas. El euro consiguió convertirse en una de las más importantes divisas al conseguir unificar el volumen de mercado de las más significativas monedas europeas como el marco alemán, el franco belga, el franco francés o la lira italiana, mientras que el yen japonés perdió relevancia en los últimos años del siglo XX (Claes, De Ceuster y Polfliet, 2000), debido a una reducción significativa de emisiones de eurobonos japoneses como causa indirecta de la crisis financiera japonesa en los años noventa.

En términos absolutos, el mercado europeo de eurobonos creció significativamente inmediatamente después de la introducción de esta divisa. En 1998 las empresas europeas emitieron 779 eurobonos por un valor total de 178 mil millones de dólares, y un año después, en 1999 estas cifras se duplicaron: 1483 eurobonos emitidos por un valor total de 370 mil millones de dólares (Claes, De Ceuster y Polfliet, 2000). El 84,5% de estos eurobonos estaban emitidos al portador, por lo que observamos esta tendencia de emitir eurobonos al portador desde los inicios del mercado.

O'Malley (2015) nos da una estimación superior, indicando que tras el establecimiento de la UEM los eurobonos designados en divisas dentro de la UEM llegaron a englobar un valor total de 425 mil millones de euros, representando el 43,1% del mercado de eurobonos global, el cual en ese entonces contaba con un volumen de emisiones de 1,4 billones de dólares.

4.3. Actualidad: Desarrollo durante el siglo XXI

Con el nuevo siglo se abrieron nuevas oportunidades. El desarrollo tecnológico terminó provocando una transformación en el mundo financiero, pues con la digitalización de los sistemas financieros se promovió la eficiencia de los mismos. Se facilitó la interacción entre los distintos participantes de los mercados, al mismo tiempo que la posesión electrónica de los instrumentos financieros, y la mejora en la seguridad digital, ofrecía nuevos beneficios en comparación a la posesión física en papel. No obstante, también ocurrieron amplias adversidades como consecuencia de la crisis financiera del 2008.

Guaita, Martí, y Puertas (2016) nos proporcionan las siguientes cifras de eurobonos emitidos al inicio del siglo XXI: Se lograron un promedio de 3.000 emisiones anuales entre 2001-2004, con un alza sustancial en 2005-2006 de hasta 9.000 emisiones. Posteriormente, la crisis financiera del año 2007-2008 provocó tal decrecimiento que para el año 2009 las emisiones ya eran inferiores al promedio de 3.000. En la Ilustración 9 se resalta un crecimiento vertiginoso que fue interrumpido por la crisis financiera.

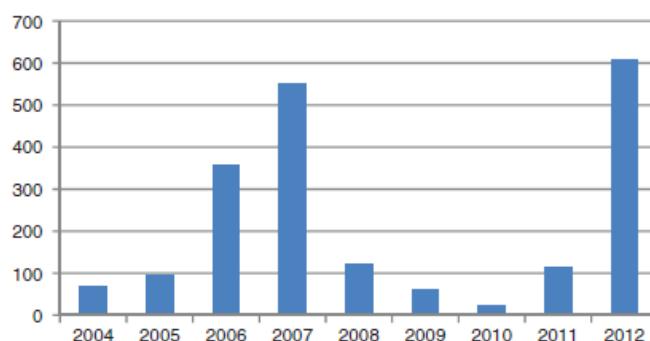


Ilustración 9 - Evolución de las emisiones de eurobonos antes y durante la crisis financiera, a partir de una muestra 1.999 eurobonos.

Fuente: Guaita, Martí, y Puertas (2016)

Como consecuencia de la crisis, las necesidades financieras de los emisores corporativos cambiaron. En estos años los bancos disponían de menor capital y por tanto estuvieron limitados en cuanto podían prestar. Las empresas tuvieron que recurrir a la emisión de deuda como alternativa para obtener financiación (Guaita, Martí, y Puertas, 2016). En años previos a la crisis la tendencia había sido la opuesta, pues O'Malley (2015) señalaba en 2004 una reducción del 40% en bonos corporativos derivada de una menor búsqueda de financiación de las empresas. Para el 2009, en Europa los bonos corporativos englobaban más de 250 mil millones de euros y superaban en un 61% a los préstamos bancarios.

El repunte de 2012 observado viene derivado de la intervención directa de los poderes públicos en el mercado con el fin de acelerar la recuperación económica (Guaita, Martí y Puertas, 2016). La crisis financiera, que en el escenario europeo fue especialmente dura al desembocar en la denominada crisis de la zona euro, motivó a los políticos a regularizar con mayor escrutinio los mercados financieros (Glover, 2013).

Hasta la crisis del 2008, el mercado de los eurobonos operaba con una regulación mucho menos estricta que otros mercados financieros. Habiendo sido originalmente diseñados como una forma de sortear leyes fiscales y regulaciones regionales, los eurobonos se caracterizaban por haberse desarrollado en un mercado desregulado.

No significa, sin embargo, que estuviesen exentos de seguir norma alguna, pues el mercado seguía las directrices establecidas por organizaciones como la AIBD (del inglés *Association of International Bond Dealers*), que posteriormente se transformó en la actual ICMA (Glover, 2013). ICMA (del inglés *International Capital Market Association*) es una institución integrada por bancos, empresas de inversión y otras entidades participantes del mercado financiero, y tiene el propósito de regular los mercados de capitales y establecer normas que permitan promover la buena práctica entre sus actores (ICMA, 2020).

ICMA ha sido vital en el mercado de los eurobonos por méritos adicionales a su papel regulador. Tan pronto como desde finales de los años sesenta y con motivo de facilitar el trámite y depósito de los eurobonos, instituciones internacionales como la propia ICMA, en ese entonces aún AIBD, promovieron la creación de dos ICSD (del inglés *International Central Securities Depositories*): El Banco Euroclear y el sistema Clearstream.

Ambas instituciones gestionan la compleja red de conexiones entre agentes e intermediarios para facilitar la emisión y distribución de diversos capitales, con énfasis en los activos internacionales como eurobonos (Norman, 2007). Con estas ICSD se buscaba promover la harmonización de los estándares internacionales y mejorar la eficiencia de los procesos involucrados en la emisión e inversión de bonos internacionales. En 2023, Euroclear mantenía el 51% de su negocio destinado exclusivamente a eurobonos, así como otros activos europeos (Euroclear, 2023), por lo que se observa que su relevancia en el mercado continua en el presente.

El mercado de los eurobonos continúa creciendo tras haber sobrevivido los tumultuosos años que han caracterizado el siglo XXI, desde la crisis financiera del 2008 hasta la crisis provocada por la pandemia del COVID-19. Precisamente es gracias a la flexibilidad de los eurobonos, no sujetos a las jurisdicciones de los estados y gobiernos, que han podido adaptarse, cambiar e innovar ante la incertidumbre. De acuerdo al periódico Bloomberg en su artículo conmemorando el cincuenta aniversario de la emisión del eurobono de AutoTrade, para el año 2013 el mercado global de los eurobonos se estimaba con un tamaño de hasta 4 billones (*trillions* en inglés) de dólares.

Uno de los campos donde más crecimiento han experimentado los eurobonos es en los mercados emergentes de las economías del comúnmente denominados como tercer mundo. Emisiones procedentes de los países emergentes continuaron experimentando tasas de crecimiento positivas durante el periodo marcado por la crisis de 2008-2012, gracias principalmente a China (Guaita, Martí, y Puertas, 2016). En el año 2013, las emisiones de mercados emergentes superaban los 250 mil millones de dólares (O'Malley, 2015).

Este comportamiento se observa en más estudios. Fuertes y Serena (2018) señalan como tras la crisis financiera se ha vuelto más común para compañías procedentes de los países emergentes acceder a mercados menos regulados para adquirir financiación. En consecuencia, se observa como en las últimas dos décadas estas empresas han incrementado su participación en los mercados de eurobonos.

En los mercados en vías de desarrollo las necesidades de financiación resultan diferentes a las que encontramos en los países del primer mundo. En países en desarrollo el mercado de eurobonos termina siendo más importante para la financiación de deuda soberana, mientras que en países desarrollados los eurobonos tienen más relevancia en el campo de la deuda corporativa (Pobric, 2020). La flexibilidad de los eurobonos permite a deudores completamente distintos, en contextos opuestos, acceder al mismo mercado para obtener la financiación que necesiten.

Volviendo con el estudio de Fuertes y Serena (2018), estos analizaron como acudían al mercado de deuda internacional los emisores de mercados emergentes en África y América Latina, así como en los países en vías de desarrollo dentro de Europa y Asia (sin incluir a China). Para ello usaron una muestra de más de 1.500 empresas en un periodo entre 2000-2014, englobando un capital de aproximadamente 1,2 billones de dólares.

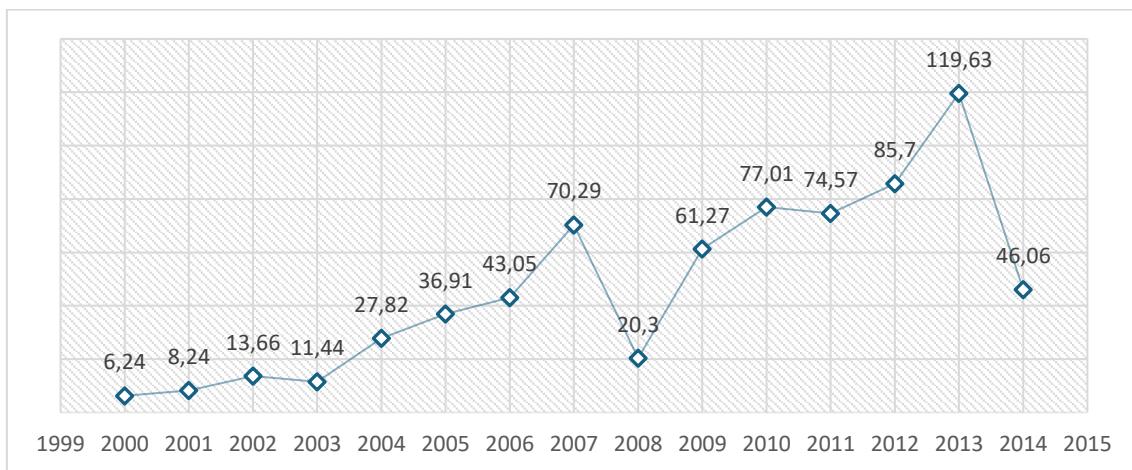


Ilustración 10 - *Eurodólares emitidos anualmente (en miles de millones de USD) en mercados emergentes entre los años 2000-2014*

Fuente: Elaboración propia con datos de Fuertes y Serena (2018)

La mayoría de las emisiones de deuda en estos lugares se daban en eurobonos, con más 702 mil millones de dólares repartidos a lo largo de 14 años (Ilustración 10), si bien recientemente experimentaron un ligero declive a favor del crecimiento de otras alternativas como los bonos dentro del mercado US144A. Es destacable la pronunciada reducción en emisiones en el año de la crisis financiera, así como su rápida recuperación tan solo dos años después.

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO INTERNACIONAL DE LOS EUROBONOS

La institución financiera Euroclear estima en la actualidad un mercado que asciende a los 13,2 billones de euros, con más de 12.000 emisores en 130 países diferentes, y un crecimiento global de más del 5% anual (Kuhnel, 2024). Esto lo convierte actualmente en uno de los mercados financieros más grandes del mundo, y el mercado de deuda más grande de Europa, si lo comparamos con emisiones de bonos domésticos europeos (ICMSA y Rockview, 2024). La gran mayoría de eurobonos son emitidos en Europa, seguidos de los mercados financieros de América del Norte y Asia.

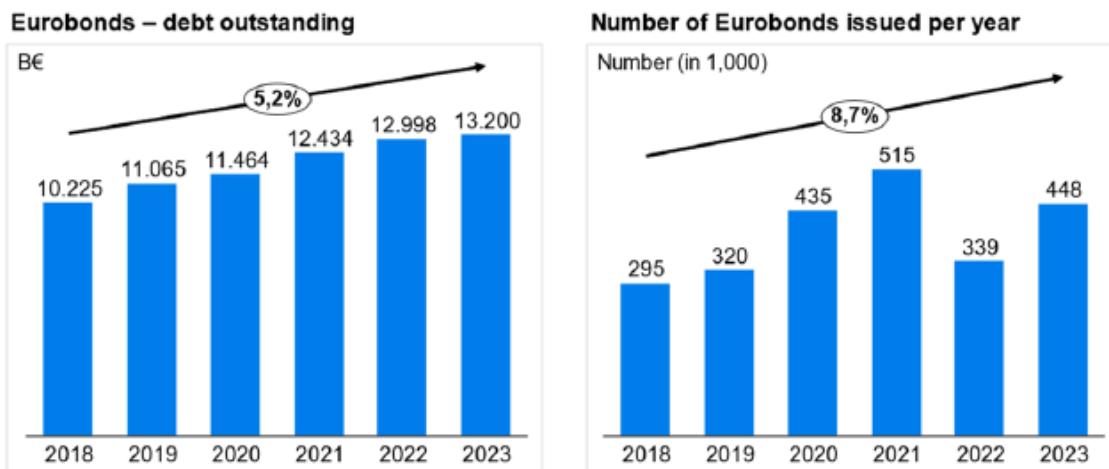


Ilustración 11 - Evolución de eurobonos 2018-2023 en número y volumen de emisiones

Fuente: ICMSA y Rockview

Las monedas que dominan hoy en día el mercado son el euro, con aproximadamente el 53% del volumen total de los eurobonos emitidos. Si bien el alza del euro ha desplazado el dominio del dólar estadounidense en el mercado, este continúa siendo una divisa importante representar más de una cuarta parte (27%) de los eurobonos. Al margen de estas dos monedas, destacan la libra esterlina al representar un 13,5% de los eurobonos emitidos y el yen japonés con un 2%. El 4,5% remanente del mercado pertenece el resto de las divisas (ICMSA y Rockview, 2024).

En el reporte de ICMSA y Rockview (2024), donde se recopilan los datos más recientes del mercado de eurobonos, disponemos de una muestra de la evolución de los bonos corporativos (Ilustración 12). Esta evolución es más importante en el marco europeo, puesto que en Estados Unidos las empresas siempre han tenido predilección por la financiación a través de bonos (O'Malley, 2015).

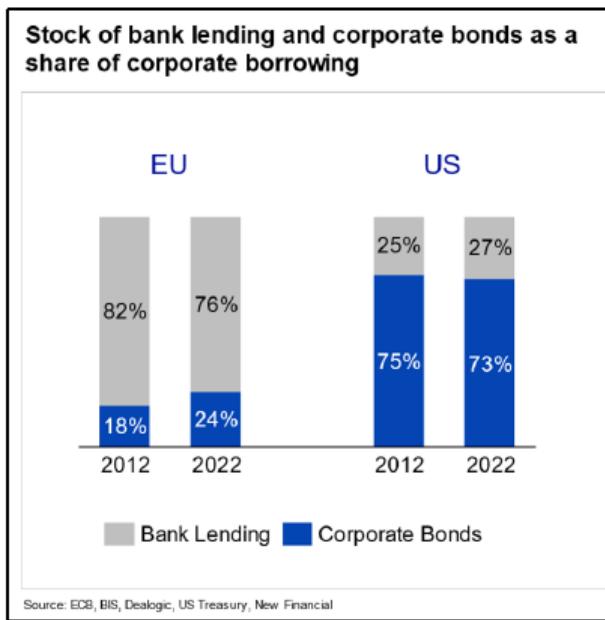


Ilustración 12 - Financiación bancaria vs. Bonos corporativos

Fuente: ICMSA y Rockview

O'Malley (2015) destacaba como, pese al crecimiento inmediato del mercado de eurobonos europeo tras la introducción del euro, éste continuaba estando subdesarrollado a inicios del siglo XXI. Para demostrarlo indicaba cifras de los años 2000: En Estados Unidos, el 63% de la deuda corporativa externa eran bonos, mientras que en un país como Alemania era tan solo el 2%. Es por tanto destacable que la media de países miembros de la UE haya crecido a un 18% en 2012 y se encuentre en el 24% para 2022, pues demuestra una tendencia cada vez mayor por parte de las compañías europeas por el uso del bono corporativo y, con ello, del eurobono.

CONCLUSIONES

Los pronósticos de Euroclear aseguran que el mercado de eurobonos continuará creciendo en el futuro. Esta afirmación resulta coherente si lo comparamos a la investigación realizada. Desde los eurobonos de Petrofina y Autostrade han pasado más de sesenta años, y durante todo ese tiempo este mercado financiero ha experimentado un prolongado crecimiento prácticamente ininterrumpido.

Solo los peores años de la peor crisis financiera de nuestra generación demostró ser capaz de frenar esta evolución en el periodo de 2008-2011, para inmediatamente después reanudar el patrón de crecimiento positivo hasta nuestros días. Para continuar este desarrollo el mercado de eurobonos ha aprovechado las nuevas innovaciones que han ido apareciendo en el sistema financiero, como el primer FRN en 1970 o el primer swap en 1981, siendo ambos partes indispensables del mercado de los eurobonos moderno.

Se espera que este mercado continue experimentando nuevos avances tecnológicos y financieros. A día de hoy ya existen nuevos proyectos en marcha relacionados con impulsar la modernización tecnológica y la digitalización, a fin de facilitar a clientes e inversores participar en el mercado. Es el caso de iniciativas como el Proyecto de Eurobonos electrónicos *Global Note*, destinado a la emisión y posesión electrónica de los títulos en forma del denominado e-GN (ICMSA y Rockview, 2024).

Otra vía de desarrollo para los eurobonos consiste en penetrar aún más no solo en los mercados emergentes, sino también en los mercados europeos. Al contrario que en Estados Unidos, donde las empresas acuden de forma más habitual a la financiación a través de bonos, en la Unión Europea las compañías optan mayoritariamente por préstamos bancarios.

En la Ilustración 12 elaborada por ICMSA y Rockview (2024) observamos como esa inclinación de las empresas europeas por la financiación bancaria se ha mantenido. No obstante señalamos cierta progresiva inclinación hacia la financiación corporativa vía bonos si comparamos los datos de 2022 y 2012, teniendo en cuenta que otros diez años atrás contábamos con cifras como el 2% en países como Alemania (O'Malley, 2015).

Se concluye por tanto que el mercado europeo de eurobonos continuará su crecimiento paulatinamente, gracias al progresivo uso de bonos corporativos por parte de las compañías europeas. De hecho, según O'Malley (2015) fue precisamente el establecimiento de la UEM y del euro lo que animó a las corporaciones europeas a entrar en el mercado de los eurobonos y abandonar la preferencia predilecta por la financiación bancaria.

Esto coincide con el análisis que hemos hecho respecto al éxito que ha traído el euro a la integración financiera y económica de la UE: la reducción de los costes de emisión, el incremento de la base de inversores y la unificación de mercados demostraron ser fundamentales tanto en el continente europeo como en el mercado de eurobonos en su conjunto. El euro es ahora una divisa de vital importancia para este mercado, de la misma manera que el dólar lo fue, y sigue siendo, desde sus orígenes durante el siglo XX.

Se espera que la popularidad de los eurobonos en euros y dólares se mantenga en el tiempo, de la misma forma que esperamos que la cada vez mayor importancia de los mercados emergentes traiga nuevas divisas antes infravaloradas al escenario internacional. Donde antes tenía su hueco el importante yen japonés, ahora reducido a un 2% de los eurobonos emitidos en 2023, podrían irrumpir monedas como el yuan chino.

Esto no sería inesperado, dado que la región de Asia continúa siendo una de las zonas financieras con mayor crecimiento del mundo. Otras regiones que podrían protagonizar el futuro foco de evolución del mercado son África y América del Sur, pues ambas zonas cuentan con amplio potencial económico aún por desarrollarse.

Para terminar, y como prueba final de la evolución de este mercado, se describe la emisión con la que O'Malley (2015) cierra su libro: En 2013, la empresa Verizon rompió récords con una emisión 49 mil millones de dólares. Esta singular transacción resultó anecdótica no solo por ocurrir durante el cincuenta aniversario del mercado, sino por ser equivalente al volumen total del mercado de los eurobonos de 1963-1973.

Referencias

- Athanassakos, G. & Schnabel, J.A. (1996). *Stockholder wealth effects of Eurobond financing: A Canadian perspective*. En: Global Finance Journal, 7 (2), pp. 191–208. [En línea]
Available at: https://www.academia.edu/30579326/Stockholder_wealth_effects_of_Eurobond_financing_A_Canadian_perspective
- Banco Central Europeo (2025). Financial market data. [En línea]
Available at: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/FM?dataset%5B0%5D=Financial%20market%20data%20%28FM%29&filterSequence=dataset&advFilterDataset%5B0%5D=Financial%20market%20data%20%28FM%29>
- Banco de España (2025) *¿Qué son los tipos de interés de referencia?* [En línea]
Available at: <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/preguntas-frecuentes/papel-tipos-interes/que-son-los-tipos-de-interes-de-referencia.html>
- Choudhry, M. (2008). *The Eurobond Market*. En: F.J. Fabozzi, ed. Handbook of Finance, Volume 1: Financial Markets and Instruments. Wiley, pp. 271–284. [En línea]
Available at: https://students.aiu.edu/submissions/profiles/resources/onlineBook/w9e4M2_Handbook_of_Finance_Financial_Markets_and_Instruments.pdf
- Claes, A., De Ceuster & M.J.K., Polfliet, R. (2000). *Anatomy of the Eurobond Market 1980–2000*. En: European Financial Management, 8 (3), pp. 373–385. [En línea]
Available at: <https://onlinelibrary-wiley-com.unican.idm.oclc.org/doi/10.1111/1468-036X.00194>
- Credit Suisse Investment Partners (2021). *The case for convertible bonds*. Credit Suisse. [White paper] [En línea]
Available at: <https://am.credit-suisse.com/content/dam/csam/docs/download/leaflet-convertible-bonds-eng.pdf>
- Darpeix, P.E. (2022). *The Market for Short-Term Debt Securities in Europe: What We Know and What We Do Not Know*. Autorité des marchés financiers, AMF [White paper] [En línea]
Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4919954
- Euroclear (2024). *Euroclear Credentials*. [White paper] [En línea]
Available at: www.euroclear.com/content/dam/euroclear/Credentials/Euroclear-Credentials.pdf
- Expansión (2025). *Euríbor hoy: evolución y cotización en tiempo real del Euribor diario*. [En línea]
Available at: <https://www.expansion.com/mercados/euribor.html>
- Fassone M. (2022). *1963: Autostrade loan*. Paperjam. [En línea]
Available at: <https://en.paperjam.lu/article/1963-autostrade-loan>

- Fitch Ratings (2024). *Rating Definitions*. [En línea]
Available at: <https://www.fitchratings.com/research/fund-asset-managers/rating-definitions-24-04-2023>
- Fuertes, A. & Serena, J.M. (2018). *How firms borrow in international bond markets: Securities regulation and market segmentation*. En: *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26 (1), pp. 135–169 [En línea].
Available at:
<https://www.proquest.com/docview/1995255370?accountid=14497&parentSessionId=5YEITFgeRn%2F6oh%2F80dsY7ngQzwMVwEPyPZJfvPiXjw%3D&pq-origsite=360&sourcetype=Scholarly%20Journals>
- Glover, J. (2013). *Eurobonds as refugees from tax men turn 50 in \$4 trillion market*. Bloomberg. [En línea]
Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-06-23/eurobonds-as-refugees-from-tax-men-turn-50-in-4-trillion-market>
- Guaita, J.M., Martí, M.L. & Puertas, R.M. (2016). *Análisis de la eficiencia en el mercado de eurobonos antes y durante la crisis económica (2004-2012)*. En: *Journal of Innovation & Knowledge*, 1 (2), pp. 81-90. [En línea]
Available at: <https://www.elsevier.es/en-revista-journal-innovation-knowledge-376-articulo-analisis-eficiencia-el-mercado-eurobonos-S2444569X16000214>
- Hill, A. (2021). *The European Commercial Paper and Certificates of Deposit Market*. International Capital Market Association (ICMA) [White paper] [En línea]
Available at: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/CP/ICMA-CPC-white-paper-The-European-Commercial-Paper-and-Certificates-of-Deposit-Market-September-2021-290921.pdf>
- ICMA (2020). *ICMA AND GLOBAL ENGAGEMENT: 1924 to Now to The Future*. [White paper] [En línea]
Available at: <https://icma.org/documents/whitepaper-icma-and-global-engagement>
- ICMSA & Rockview (2024). *The Eurobond Market – where global issuers meet global investors*. [White paper] [En línea]
Available at: <https://icmsa.org/app/uploads/2024/09/2024-WhitePaper-ICMSA-Rockview-Eurobonds.pdf>
- Kerr, I.M. (1984). *A history of the Eurobond Market: The First 21 Years*. Euromoney Publications.
- Kuhnel, D. (2024). *Eurobonds - Fit for purpose in today's evolving capital markets?* [En línea]
Available at:
<https://www.euroclear.com/newsandinsights/en/Format/Blogs/DanKuhnel/eurobonds-international-debt-instruments.html>
- Melnik, A. & Nissim, D. (2005). *Issue costs in the Eurobond market: The effects of market integration*. En: *Journal of Banking and Finance*, 30 (1), pp. 157–177. [En línea]
Available at: <https://www-sciencedirect-com.unican.idm.oclc.org/science/article/pii/S0378426605000269>

- Murillo Gili, R. (2023). *Del LIBOR al SOFR*. CaixaBank Research. [En línea]
Available at: <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/mercados-financieros/del-libor-al-sofr>
- Norman P. (2007). *Plumbers and Visionaries: Securities Settlement and Europe's Financial Market*. John Wiley & Sons. [En línea]
Available at: <https://download.e-bookshelf.de/download/0000/5829/00/L-G-0000582900-0004334889.pdf>
- O'Malley, C. (2015). *Bonds without Borders: A History of the Eurobond Market*. Wiley. [En línea]
Available at: <https://elibro-net.unican.idm.oclc.org/es/ereader/unican/189429?page=1>
- Pobric N. (2020). *Corporate and sovereign financing in the Eurobond market: Some key issues*. En: Proceedings of the Faculty of Economics in East Sarajevo, (21), pp. 53-66. [En línea]
Available at:
https://www.researchgate.net/publication/348035280_Corporate_and_sovereign_financing_in_the_Eurobond_market_Some_key_issues
- RBC Capital Markets (2017). *An overview of Floating Rate Notes* [White paper] [En línea]
Available at: <https://www.rbccm.com/assets/rbccm/docs/expertise/fixed-income/us/rbc-floating-rate-notes-fact-sheet.pdf>
- Simón Millán, F.J. (2021) Bonos flotantes: una vía de financiación de empresas y entes públicos. Santander Asset Management. Funds People. [White paper] [En línea]
Available at: <https://www.santanderassetmanagement.es/wp-content/uploads/2022/01/fundspeoplebonosflotantes.pdf>