



FACULTAD DE DERECHO

**Mercado de capitales de deuda: estructura,
funcionamiento y relevancia financiera**

Autor: Diego Baltar Arriola

5º E-3 Analytics

Grado de Derecho

Madrid

Marzo 2026

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
1.1 CONTEXTO Y RELEVANCIA JURÍDICA DEL OBJETO DE ESTUDIO.....	3
1.2 OBJETO, PROBLEMA JURÍDICO Y DELIMITACIÓN DEL TRABAJO.....	3
1.3 OBJETIVOS, METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA	4
2. MARCO CONCEPTUAL: FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y MERCADOS DE CAPITAL	5
2.1 TIPOLOGÍAS DE FINANCIACIÓN: BANCARIA VS. MERCADO DE CAPITALS	5
2.2 EVOLUCIÓN DEL PAPEL DEL MERCADO DE DEUDA EN EUROPA	6
3. DEBT CAPITAL MARKETS (DCM): ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO	8
3.1 NATURALEZA JURÍDICA Y ECONÓMICA DEL DCM.....	8
3.2 ACTORES DEL MERCADO (EMISORES, INVERSORES, BANCOS).....	12
3.2.1 <i>Emisores</i>	12
3.2.2 <i>Intermediarios financieros</i>	13
3.2.3 <i>Inversores</i>	14
3.2.4 <i>Agencias de calificación crediticia</i>	14
3.3 PROCESO DE EMISIÓN	16
3.4 TIPO DE FORMATO (EMTN)	18
4. LÍMITES REGULATORIOS DE EMISORES FINANCIEROS	20
4.1 RÉGIMEN PRUDENCIAL	20
4.2 RÉGIMEN RESOLUTIVO	23
5. INSTRUMENTOS DE EMISIÓN	24
5.1 FIG: INSTRUMENTOS Y RÉGIMEN LEGAL	24
5.1.1 <i>Valores Senior</i>	25
5.1.2 <i>AT1</i>	26
5.1.3 <i>Tier 2</i>	27
5.1.4 <i>Covered Bond</i>	27
5.2 CORPORATE: INSTRUMENTOS Y RÉGIMEN LEGAL	28
5.2.1 <i>Senior Secured</i>	29
5.2.2 <i>Senior Unsecured</i>	30
5.2.3 <i>Hybrid</i>	30
5.3 SOBERANO: INSTRUMENTOS Y RÉGIMEN LEGAL	31
6. EL DCM COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN VENTAJOSA: PERSPECTIVA DEL EMISOR	33

6.1 OPTIMIZACIÓN DEL COSTE DE CAPITAL: MECANISMOS JURÍDICOS Y FINANCIEROS	33
6.2 EL RÉGIMEN DEL FOLLETO COMO VENTAJA JURIDICA ESTRUCTURAL	36
6.3 ANÁLISIS PRÁCTICO: EMISIONES REALES DE BANCO SANTANDER E IBERDROLA.....	37
6.3.1 Banco Santander: emisión de bonos AT1 (noviembre 2023)	38
6.3.2 Iberdrola: programa de bonos híbridos verdes (2021–2024)	39
7. CONCLUSIONES	41
7.1 PRINCIPALES HALLAZGOS.....	41
7.2 LIMITACIONES DEL ESTUDIO.....	42
7.3 LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN.....	44
8. BIBLIOGRAFÍA	46

1. INTRODUCCIÓN

1.1 CONTEXTO Y RELEVANCIA JURÍDICA DEL OBJETO DE ESTUDIO

El mercado de capitales de deuda (*Debt Capital Markets*, DCM) constituye uno de los pilares fundamentales del sistema financiero contemporáneo y, al mismo tiempo, uno de los espacios normativamente más complejos del Derecho del mercado de valores. La progresiva sustitución de la financiación bancaria tradicional por mecanismos de financiación desintermediada ha reforzado el papel de los mercados de deuda como canal principal de acceso al capital para empresas, entidades financieras y administraciones públicas, especialmente tras la crisis financiera global de 2008. Este proceso ha venido acompañado de una intensa producción normativa a nivel europeo y nacional, orientada tanto a la protección del inversor como a la preservación de la estabilidad financiera, lo que ha dotado al DCM de una complejidad jurídica creciente.

La relevancia jurídica del DCM en el ordenamiento vigente es indudable. La aprobación de la Ley 6/2023, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (en adelante, LMVSI)¹, que derogó el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores de 2015, ha supuesto la más reciente actualización del marco regulatorio español del mercado de valores, incorporando y adaptando al Derecho interno los desarrollos normativos europeos de los últimos años. A nivel europeo, el Reglamento (UE) 2017/1129 sobre el folleto, el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en materia prudencial y la Directiva 2014/59/UE sobre resolución bancaria configuran un marco normativo que no se limita a regular el acceso al mercado, sino que condiciona de forma determinante la estructura, el coste y las ventajas de la financiación vía DCM frente a otras fuentes. A pesar de esta relevancia normativa, el análisis jurídico sistemático del DCM ha recibido una atención doctrinal comparativamente menor que otros ámbitos del Derecho mercantil, lo que refuerza el interés académico de su estudio.

1.2 OBJETO, PROBLEMA JURÍDICO Y DELIMITACIÓN DEL TRABAJO

El objeto de este trabajo es el análisis jurídico del mercado de capitales de deuda como fuente de financiación, con especial atención a las ventajas estructurales que el propio marco normativo genera para el emisor frente a la financiación bancaria tradicional. El

¹ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, *BOE* núm. 66, de 18 de marzo de 2023.

estudio abarca tanto la dimensión institucional del DCM (su naturaleza jurídica, los sujetos que intervienen en él y el proceso de emisión) como la dimensión instrumental, esto es, el régimen jurídico de los distintos instrumentos de deuda utilizados en la práctica por emisores financieros, corporativos y soberanos.

El problema jurídico central que articula la investigación es el siguiente: ¿en qué medida los instrumentos jurídicos propios del DCM (el régimen del folleto, la regulación prudencial y resolutive, la estructura de prelación concursal y el proceso normado de emisión) son los que explican, desde el Derecho, la mayor eficiencia y flexibilidad de esta forma de financiación frente al crédito bancario bilateral? Este planteamiento parte de la hipótesis de que las ventajas del DCM no son meramente financieras o coyunturales, sino que tienen una causa jurídica estructural: es el Derecho del mercado de valores el que hace posible la desintermediación, la competencia entre inversores y la transparencia informativa que permiten al emisor obtener financiación en condiciones más eficientes que las que ofrece el canal bancario.

El alcance del trabajo queda delimitado al mercado primario de deuda en el ámbito europeo y español, con exclusión del mercado de renta variable y de los instrumentos derivados. El análisis se centra en la perspectiva del emisor y no aborda con carácter principal la protección del inversor ni el régimen sancionador del mercado de valores, que quedan fuera del objeto definido.

1.3 OBJETIVOS, METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA

El objetivo principal del trabajo es demostrar que las ventajas del DCM frente a la financiación bancaria son de naturaleza jurídica estructural, y no simplemente financieras, verificando esta tesis tanto en el plano normativo como en el empírico a través del análisis de operaciones reales. De este objetivo principal se derivan tres objetivos específicos: primero, sistematizar el marco jurídico que disciplina el mercado primario de deuda y el proceso de emisión; segundo, identificar cómo el régimen prudencial y resolutive genera una demanda estructural de instrumentos que solo pueden emitirse a través del DCM; y tercero, verificar empíricamente las ventajas descritas mediante el análisis de emisiones reales de Banco Santander e Iberdrola.

La metodología empleada es fundamentalmente jurídico-dogmática, basada en el análisis sistemático de las fuentes normativas primarias aplicables al mercado de deuda, tanto europeas como nacionales, completada con fuentes doctrinales especializadas en Derecho del mercado de valores y regulación financiera. De forma auxiliar, se incorporan fuentes de práctica de mercado (prospectos, notas de prensa corporativas e informes de organismos internacionales) con el exclusivo propósito de contextualizar y verificar empíricamente el análisis jurídico, sin que en ningún caso sustituyan al razonamiento normativo.

El trabajo se estructura en seis capítulos. Tras esta introducción, el Capítulo 2 establece el marco conceptual de la financiación empresarial y la evolución del mercado de deuda en Europa. El Capítulo 3 analiza la estructura y funcionamiento del DCM desde una óptica jurídica, con atención al proceso de emisión y al formato EMTN. El Capítulo 4 examina los límites regulatorios propios de los emisores financieros derivados del régimen prudencial y resolutivo. El Capítulo 5 sistematiza los principales instrumentos de emisión según el tipo de emisor y su tratamiento jurídico. El Capítulo 6 analiza las ventajas del DCM como fuente de financiación desde la perspectiva del emisor, verificando las conclusiones del análisis a través de emisiones reales. El trabajo concluye con un capítulo de conclusiones que sintetiza los principales hallazgos e identifica posibles líneas futuras de investigación

2. MARCO CONCEPTUAL: FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y MERCADOS DE CAPITAL

2.1 TIPOLOGÍAS DE FINANCIACIÓN: BANCARIA VS. MERCADO DE CAPITALES

Las empresas y entidades que necesitan captar recursos externos cuentan, en términos generales, con tres grandes fuentes de financiación ajena: la emisión de capital o *equity*, la financiación bancaria mediante préstamos bilaterales o sindicados, y la financiación a través del mercado de capitales de deuda. Ya en 2009, un estudio del Banco Central Europeo² destacó que el 94% de los fondos captados en el mercado de capitales europeo

² Altunbaş, Y., Kara, A. y Marques-Ibanez, D., *Large debt financing: Syndicated loans versus corporate bonds*, ECB Working Paper Series, nº 1028, European Central Bank, Frankfurt, 2009, p. 6, disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1028.pdf> (última consulta: 6 de marzo de 2026).

provinieron de bonos corporativos y préstamos sindicados, frente a un exiguo 6% procedente de emisión pública de acciones, lo que evidencia el peso dominante de la deuda como instrumento de financiación externa.

El mercado de capitales de deuda, o *Debt Capital Markets* (en adelante, DCM), constituye el mecanismo a través del cual empresas, entidades financieras y administraciones públicas captan financiación mediante la emisión de instrumentos de deuda negociables suscritos por inversores institucionales. Como señala BBVA CIB³, el DCM se presenta como una alternativa de financiación complementaria a la bancaria que permite a los emisores beneficiarse de la diversificación de sus fuentes de financiación y de su base inversora. Esta alternativa ofrece dos ventajas estructurales que la distinguen del crédito bancario: en primer lugar, un coste de financiación competitivo, dado que las empresas con *rating* de grado de inversión tienden a beneficiarse de condiciones favorables derivadas de la competencia entre inversores institucionales, especialmente en entornos de tipos reducidos⁴; en segundo lugar, unos plazos de financiación significativamente más extensos, habiendo documentado la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (en adelante, OCDE) que la vida media de los bonos corporativos en el mercado europeo se ha extendido de 9,4 a 12,4⁵ años en las dos últimas décadas, reduciendo así el riesgo de refinanciación para el emisor. El análisis detallado de estas ventajas estructurales frente a la financiación bancaria se desarrolla en el Capítulo 6 del presente trabajo.

2.2 EVOLUCIÓN DEL PAPEL DEL MERCADO DE DEUDA EN EUROPA

Desde la instauración del euro como moneda única en la zona euro⁶, se han expandido las posibilidades de financiación en busca de diversificación y protección monetaria. La evolución del mercado de deuda ha sido forjada por los eventos de la Gran Crisis

³ BBVA CIB. (20 de mayo de 2024). *El mercado de emisiones de bonos (DCM): ¿qué es y cómo funciona?* BBVA CIB. <https://www.bbvacib.com/es/insights/news/el-mercado-de-emisiones-de-bonos-dcm-que-es-y-como-funciona/> (última consulta: 1 de marzo de 2026).

⁴ Morgan Stanley. (2022, November 22). *2023 global investment strategy outlook: A year for yield*. Morgan Stanley. <https://www.morganstanley.com/ideas/global-investment-strategy-outlook-2023> (última consulta: 1 de marzo de 2026).

⁵ OECD. (2020). *Corporate bond market trends, emerging risks and monetary policy* (OECD Capital Market Series). Organisation for Economic Co-operation and Development. https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2020/02/corporate-bond-market-trends-emerging-risks-and-monetary-policy_06c7e4f2/9bb44a6b-en.pdf (última consulta: 1 de marzo de 2026).

⁶ La zona euro está conformada por los siguientes países: Alemania, Austria, Bélgica, Croacia, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal.

Financiera del 2008, los impactos del COVID-19 y la guerra de Ucrania y Rusia, los cuales han modificado las condiciones de acceso al crédito y la estructura de financiación de las empresas. Aunque los préstamos bancarios siguen siendo la principal forma de financiación, la financiación a través de los mercados de renta fija ha ido ganando solidez en las últimas fortalecido, creciendo la financiación a través de bonos corporativos del 15% en 2008 al 30%⁷.

Con anterioridad a la Gran Crisis Financiera de 2008, las empresas europeas mostraban una clara preferencia por la financiación bancaria, en contraste con el modelo estadounidense, donde el mercado de capitales ocupaba una posición predominante. La contracción del crédito bancario y el proceso de desapalancamiento del sistema financiero, acompañados de la entrada en vigor de los estándares de Plan Basilea III⁸ (incorporados al ordenamiento europeo mediante el Reglamento (UE) n.º 575/2013 (CRR)⁹ y la Directiva 2013/36/UE (CRD IV)¹⁰, produjeron la expansión del mercado de capitales, consolidándose frente a la financiación bancaria predominante.¹¹ La pandemia de COVID-19 reforzó esta tendencia: las empresas acudieron masivamente a la emisión de bonos para obtener liquidez, alcanzando niveles récord de 1,5 billones de dólares en el segundo trimestre de 2020, frente a los 850.000 millones de periodos anteriores¹².

⁷ Holm-Hadulla, F., Musso, A., Nicoletti, G., & Tujula, M. (2022, 23 de junio). Firm debt financing structures and the transmission of shocks in the euro area. ECB Economic Bulletin (Issue 4/2022). European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202204_02~b35a8321b7.en.html (última consulta: 20 de febrero de 2026).

⁸ Incorporado en la Unión Europea a través del Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (CRR), y Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión (CRD IV), que incorporan en la Unión Europea el marco regulatorio de Basilea III.

⁹ Reglamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012, (DOUE L 176, 27 de junio de 2013).

¹⁰ Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión (CRD IV), DOUE L 176, de 27 de junio de 2013.

¹¹ European Central Bank. (2022, 17 de febrero). *Economic Bulletin, Issue 2/2022*. <https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/html/eb202202.en.html> (última consulta: 25 de febrero de 2026).

¹² Banco de España, *Corporate bond issuance during the COVID-19 pandemic*, Boletín Económico, 2021, p. 2, disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/21/T4/Files/be2104-art33e.pdf> (última consulta: 6 de marzo de 2026).

La regulación del Banco Central Europeo favoreció el fortalecimiento del mercado de capitales. *The asset purchase programme* (en adelante, APP) del Banco Central Europeo (en adelante, BCE) conformado por cuatro programas distintos: *corporate sector purchase programme* (en adelante, CSPP), *public sector purchase programme* (en adelante, PSPP), *asset-backed securities purchase programme* (en adelante, ABSPP), y *third covered bond purchase programme* (en adelante, CBPP3)¹³, mediante los cuales el BCE adquiere títulos de deuda pública y privada, aumentando la liquidez del sistema financiero y favoreciendo condiciones de financiación más favorables para empresas y Estados. Estas intervenciones contribuyeron indirectamente al desarrollo del mercado de capitales y al fortalecimiento de la financiación mediante la emisión de deuda.

3. DEBT CAPITAL MARKETS (DCM): ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO

En el presente capítulo examinaremos, en primer lugar, la naturaleza jurídica del mercado de deuda, posteriormente los principales sujetos que intervienen en el proceso de emisión, el procedimiento de colocación de instrumentos y, finalmente, los distintos formatos de emisión utilizados en la práctica del mercado. El análisis de su naturaleza jurídica nos permitirá comprender más adelante cómo el marco regulatorio condiciona la emisión de instrumentos financieros, la asignación del riesgo y la formación de precios en el mercado.

3.1 NATURALEZA JURÍDICA Y ECONÓMICA DEL DCM

El mercado de capitales de deuda constituye una estructura jurídica e institucional que permite la financiación de empresas, entidades financieras y administraciones públicas mediante la emisión de instrumentos de deuda negociables. No se constituye como un mero fenómeno económico, sino como un espacio normativamente construido cuyo funcionamiento depende del derecho de mercado de valores, en la medida en que el desarrollo de estos mercados responde a una política legislativa de desintermediación con el objetivo de poner a los inversores en contacto directo o indirecto (a través de inversores institucionales: fondos de inversión, capital riesgo) con los ahorradores”¹⁴.

¹³ European Central Bank, “Asset purchase programmes”, disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html> (última consulta: 25 de febrero de 2026)

¹⁴ Vázquez Cueto, J. C., “La emisión de valores de deuda por las sociedades de responsabilidad limitada: licitud y competencia orgánica a la luz de las recientes reformas legislativas”, documento doctrinal en PDF, Universidad de Sevilla, p. 3. (última consulta: 17/02/2026).

Desde un punto jurídico los instrumentos emitidos en los mercados de capitales se califican como “valores negociables” conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1. de la LMVSI. Esta calificación determina que su emisión, colocación, negociación y supervisión queden sometidas al régimen jurídico propio del Derecho del mercado de valores, en particular a las normas relativas a la oferta pública de valores y su admisión a negociación en mercados regulados, así como al cumplimiento de obligaciones de transparencia e información al inversor previstas en el artículo 35 y siguientes de la LMVSI y en el Reglamento (UE) 2017/1129¹⁵ sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. Asimismo, dichos instrumentos, como establecen los artículos 16 y siguientes de la LMVSI quedan sujetos a supervisión administrativa por parte de las autoridades competentes, especialmente la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), cuya función consiste en velar por la transparencia de los mercados, la correcta formación de precios y la protección de los inversores¹⁶.

Esta sujeción al Derecho del mercado de valores es, precisamente, lo que distingue estructuralmente al DCM de la financiación bancaria tradicional. Mientras que la emisión de bonos constituye una oferta pública de valores sometida al régimen de la LMVSI, así como al Reglamento (UE) 2017/1129, el préstamo sindicado no tiene la consideración de valor negociable en el sentido del artículo 2.1 LMVSI y, por tanto, no queda sujeto al régimen de folleto ni a las obligaciones de transparencia propias de los mercados regulados. Ello implica menores costes de cumplimiento regulatorio en la financiación bancaria, pero también una menor exposición a la disciplina informativa del mercado. Como señala González Méndez¹⁷ en relación con el mercado español, la intervención de intermediarios financieros en emisiones públicas puede generar efectos informativos positivos que se traducen en reacciones favorables del mercado ante el anuncio de emisiones de deuda.

¹⁵ Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE, *DOUE* L 168, de 30 de junio de 2017.

¹⁶ De conformidad con lo previsto en los artículos 16 y ss. LMVSI.

¹⁷ González Méndez, V. M., “La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones”, *Documentos de Trabajo*, Universidad de Oviedo, 1996, p. 28, disponible en: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4073896> (última consulta: 4 de marzo de 2026).

El mercado de capitales se configura en dos, un mercado primario donde se produce la emisión y colocación de los título valor, y uno secundario objeto de negociación entre inversores. Esta distinción se refleja en la propia estructura de la LMVSI, con un Título III en el que regula el “Mercado primario de valores negociables”, mientras que en su Título IV, trata los “centros de negociación” que define como los “sistemas multilaterales autorizados a operar por la CNMV y por las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores, entendidos como todo sistema o dispositivo en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de instrumentos financiero”¹⁸. Ambos mercados se relacionan en una unidad en la medida que el Reglamento (UE) 600/2014¹⁹ (en adelante, MiFIR) tiene por objeto “transparencia y de mejorar el funcionamiento del mercado interior para los instrumentos financieros”, lo que favorece a una mayor liquidez y, por lo tanto, la correcta formación de precios de referencia para futuras emisiones.

En cuanto al régimen jurídico del mercado primario, la colocación de dichos instrumentos constituye un servicio de inversión conforme a la Directiva 2014/65/UE del 15 de mayo de 2015 (en adelante, MiFID II)²⁰, que califica en su anexo I la “colocación de instrumentos financieros” y la “ejecución de órdenes por cuenta de clientes”²¹ como actividades reguladas del mercado de valores. Asimismo, la oferta pública de bonos queda sujeta, con carácter general, a la obligación de publicar un folleto informativo conforme a la LMVSI, salvo en los supuestos de exención expresamente previstos.

La existencia de esta estructura dual del mercado de valores genera ventajas relevantes frente a otras formas de financiación, particularmente frente al financiación bancaria tradicional. Esto es así ya que, en primer lugar, el mercado primario, permite la desintermediación financiera, “generando financiación al emisor”²² y dejando pie a la diversificación de fuentes de financiación. En el ámbito del mercado primario de renta fija en España destacan, entre otros, el mercado AIAF de renta fija, el mercado de deuda

¹⁸ Art. 42 LMVSI.

¹⁹ Reglamento (UE), núm. 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), núm. 648/2012, *DOUE*, núm. 173, de 12 de junio de 2014.

²⁰ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (MiFID II), *DOUE* L 173, de 12 de junio de 2014

²¹ Art. 4.2 Directiva 2014/65/UE.

²² Martínez García, G., *Evolución de los mercados de renta fija en España*, Trabajo Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas, Madrid, 2019, p. 7.

pública gestionado por el Tesoro y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). El mercado AIAF constituye el mercado de referencia para la deuda corporativa, permitiendo a las empresas emitir bonos, obligaciones o pagarés con el fin de captar financiación en condiciones competitivas. Por su parte, el MARF surge como un sistema multilateral de negociación destinado a facilitar el acceso a financiación de empresas solventes mediante la emisión de valores de renta fija, caracterizándose por una mayor flexibilidad de acceso, simplificación de trámites y reducción de costes de emisión, lo que incrementa la eficiencia del sistema financiero y amplía las posibilidades de financiación empresarial.²³

En este contexto, la importancia de los mercados secundarios oficiales, como las bolsas de valores, el mercado de deuda pública anotada o el mercado AIAF, se manifiesta especialmente en la provisión de liquidez. En el mercado de deuda pública anotada, por ejemplo, determinadas entidades actúan como creadores de mercado, comprometiéndose a proporcionar liquidez mediante obligaciones de cotización continuada. Asimismo, las plataformas electrónicas de negociación, como el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) o el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF), contribuyen a mejorar “la transparencia y liquidez del mercado”²⁴, facilitando la entrada y salida de inversores, simplificando la compraventa de activos y permitiendo la difusión en tiempo real de información relevante para la formación de precios.

Desde un ámbito institucional el mercado de valores está supervisado por figuras nacionales y supranacionales. En el ámbito nacional, la CNMV tiene la función de supervisar dichos mercados en beneficio de la transparencia, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores (preámbulo I LMVSI). En el ámbito europeo, el Reglamento (UE), 1095/2010, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una autoridad Europea de Supervisión (ESMA) encargada de “velar por la integridad, la transparencia, la eficiencia y el correcto funcionamiento de los mercados financieros”²⁵.

²³ Martínez García, G., *Evolución...*, ob. cit., p.13.

²⁴ Martínez García, G., *Evolución...*, ob. cit., p.13.

²⁵ Reglamento (UE) n° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión, DOUE L 331, de 15 de diciembre de 2010, art. 1.5 b), disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32010R1095> (última consulta: 8 de marzo de 2026).

3.2 ACTORES DEL MERCADO (EMISORES, INVERSORES, BANCOS)

3.2.1 Emisores

Observamos participación en los mercados tres segmentos de emisores, siendo el primero las corporaciones no financieras, a las cuales el Real Decreto Legislativo 1/2010, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC)²⁶ habilita de forma general la financiación mediante obligaciones al establecer que “*las sociedades de capital podrán emitir obligaciones*”²⁷, regulando su régimen jurídico en los artículos 401 a 430. En el segundo segmento se encuentran las entidades financieras, cuya participación en el mercado capitales está previsto en la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. Finalmente, encontramos el segmento soberano como emisores, cuando la Ley General Presupuestaria (en adelante, LGP) habilita la emisión de deuda en su art. 94.2: “el Ministro de Economía podrá disponer la creación de Deuda del Estado”²⁸.

La existencia de estos tres segmentos de emisores genera ventajas estructurales relevantes para el funcionamiento del DCM. En primer lugar, la pluralidad de emisores, corporativos, financieros y soberanos, permite una diversificación del riesgo en el mercado, reduciendo la dependencia de una única fuente de oferta de deuda y contribuyendo a la profundidad y liquidez del mercado secundario. En segundo lugar, como señala Barreto Quineche en su artículo acerca la emisión de instrumentos representativos de deuda, la coexistencia del segmento soberano con el corporativo cumple una función de referencia esencial: las emisiones del Tesoro Público generan una curva de tipos libre de riesgo que sirve de *benchmark* para la fijación del precio de las emisiones corporativas, facilitando así la correcta formación de precios en el conjunto del mercado. La existencia de una emisión soberana previa resulta necesaria para que las corporaciones puedan acceder al euromercado en condiciones competitivas, en la medida

²⁶ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, *BOE*, núm. 161, de 3 de julio de 2010.

²⁷ Arts. 401 - 430 LSC

(última consulta: 8 de marzo de 2026).

²⁸ Art. 94.2 Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, *BOE* núm. 284, de 27 de noviembre de 2003.

en que define los parámetros de referencia de la emisión y que permite evaluar “la receptividad que puedan tener los títulos”²⁹.

3.2.2 Intermediarios financieros

Los intermediarios financieros son aquellas entidades que sirven de conexión entre emisores e inversores, asistiendo a los primeros a emitir deuda al precio más estrecho posible. Desde un punto de vista práctico, los intermediarios tienen la finalidad de estructurar jurídica y económicamente la emisión, coordinar la construcción del libro de órdenes, y si acordado, asegurar el valor de la emisión.

Desde un punto de vista jurídico, La Directiva 2014/65/UE (MiFID II), declara como “servicios, actividades e instrumentos financieros” tanto la “ejecución de órdenes por cuenta de clientes” como la “colocación de instrumentos financiero”. En consecuencia, las entidades financieras actúan en las colocaciones de bonos como *bookrunners*, *lead managers* o *underwriters*, sujetos a las normas de conducta, organización interna y protección del inversor, lo que les obliga a actuar “con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes” (art. 24.1 MIFID II) y a que “toda la información, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigida por la empresa de servicios de inversión a los clientes o posibles clientes deberá ser imparcial, clara y no engañosa” (art.24.3 MIFID II).

Desde un punto de vista económico, la intervención de intermediarios financieros reduce la asimetría de información propia del mercado primario: el banco de inversión, al realizar la debida diligencia (*due diligence*) sobre el emisor y al comprometer su propia reputación en la colocación, transmite una señal creíble de calidad crediticia al mercado³⁰. La figura de la entidad financiera también beneficia al emisor, cuando esta toma la figura de *underwriter* se compromete a su colocación en el mercado secundario con la finalidad de ser adquiridos por inversionistas interesados, lo que permite traspasar el riesgo de la emisión y “facilita el acceso al emisor a fuentes de financiamiento de forma rápida y segura”³¹.

²⁹ Barreto Quineche, P., “La emisión de instrumentos representativos de deuda”, *Ius et Veritas*, 1999, núm. 18, p. 193.

³⁰ Rodríguez Rojas, A. M.; Sandoval Retamozo, R. A., *El rol de los inversionistas, emisores, bancos, agencias calificadoras y reguladores en los debt capital markets*, Trabajo de Suficiencia Profesional para optar al título de Licenciado en Economía, Universidad del Pacífico, 2021, Lima, 2021, p.11.

³¹ Rodríguez Rojas, A. M.; Sandoval Retamozo, R. A., *El rol de los inversionistas...*, ob. cit., p.11.

3.2.3 *Inversores*

Los inversores son aquellos que compran el título en el momento de la emisión de los títulos valor. La categoría de inversores se ve regulada dentro de la LMVSI en su sistema de protección del inversor propio del mercado de valores, donde define como cliente a “toda persona física o jurídica a quien una empresa de servicios de inversión presta servicios de inversión o servicios auxiliares” (art. 4.1.11 LMVSI).

La LMVSI distingue entre “en minoristas, profesionales y contrapartes elegibles” (art. 192 LMVSI), según el nivel de experiencia, conocimiento... tenga el inversor. Así los clientes profesionales son “aquellos a quienes se les presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos” (art. 194 LMVSI), y los minoristas son “todos aquellos que no sean profesionales” (art. 193 LMVSI). Mientras tanto la “categoría de contraparte elegible solo resulta aplicable en relación con el servicio de recepción y transmisión de órdenes, ejecución de órdenes por cuenta de terceros o negociación por cuenta propia y los servicios auxiliares directamente relacionados con estos” (art. 192 LMVSI).

3.2.4 *Agencias de calificación crediticia*

Las agencias de calificación crediticia son entidades independientes especializadas en la elaboración de opiniones sobre la solvencia de un emisor o de una emisión concreta, expresadas mediante una escala alfanumérica estandarizada que permite al inversor identificar nivel de riesgo crediticio asociado a un determinado instrumento de deuda³². Dicha escala se divide en dos tramos: el *grado de inversión*, que agrupa a los emisores con capacidad de pago considerada adecuada, y el *grado especulativo*, que recoge aquellos cuya capacidad de pago resulta incierta³³. A nivel global, las tres agencias de mayor relevancia son Moody's Investors Service, Standard & Poor's (S&P) y Fitch Ratings, las cuales concentran la práctica totalidad de las calificaciones emitidas en los mercados internacionales de deuda³⁴.

Su contribución al correcto funcionamiento de los mercados de deuda (DCM) se articula en torno a dos beneficios esenciales. El primero consiste en la reducción de la asimetría

³² Verónica Martel, M. C., “El rating en España”, *Journal do Técnico de Contas e da Empresa*, nº 449, marzo 2003, p. 83.

³³ Verónica Martel, M. C., “El rating...”, ob. cit., p. 84.

³⁴ Rodríguez Rojas, A. M.; Sandoval Retamozo, R. A., *El rol de los inversionistas...*, ob. cit., p. 13.

de información entre emisores e inversores. Precisamente este impacto sobre las decisiones de inversión explica que el Reglamento (CE) n.º 1060/2009, sobre agencias de calificación crediticia, modificado por el Reglamento (UE) n.º 462/2013, les imponga, en sus artículos 6 y 12, obligaciones estrictas de independencia y transparencia metodológica. El *rating* proporciona al mercado una medida estandarizada del riesgo de crédito que resultaría muy costosa de evaluar de forma autónoma, en particular para el inversor minorista o el institucional sujeto a restricciones de inversión. Ello facilita que inversores con distintos perfiles de riesgo puedan tomar decisiones informadas con un coste de análisis reducido³⁵, incrementando la liquidez y la eficiencia del mercado primario.

El segundo beneficio es su contribución a la formación de precios en el mercado de deuda. La calificación asignada a un instrumento determina directamente el *spread* exigido por el mercado sobre la curva libre de riesgo³⁶, de forma que una mejora del *rating* abarata el coste de financiación para el emisor y una rebaja lo encarece³⁷. Esta señal de precio es especialmente valiosa en el mercado primario, donde el *spread* de emisión se fija antes de que el instrumento haya cotizado en el mercado secundario. La fiabilidad de esa señal se sustenta en la fuerte correlación empírica entre nivel de calificación y probabilidad de incumplimiento: los emisores situados en el grado de inversión presentan tasas de *default* históricamente inferiores a las de los situados en el grado especulativo.³⁸

De nuevo, la normativa respalda este papel estructural. El artículo 4.1 del Reglamento (CE) n.º 1060/2009 reserva el uso reglamentario de las calificaciones crediticias, por parte de entidades de crédito, empresas de inversión, aseguradoras y organismos de inversión colectiva, entre otros, exclusivamente a aquellas emitidas por agencias registradas ante la AEVM. De ello cabe inferir que el ordenamiento jurídico no concibe el *rating* como un mero indicador informativo de libre utilización, sino como una variable estructural cuya fiabilidad e imparcialidad el legislador considera determinante para el correcto funcionamiento de los mercados de deuda, hasta el punto de condicionar el acceso a los mismos a su procedencia de una fuente supervisada.

³⁵ Rodríguez Rojas, A. M.; Sandoval Retamozo, R. A., *El rol de los inversionistas...*, ob. cit., p.13.

³⁶ Fabozzi, Frank J., *Fixed Income Analysis*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Hoboken (New Jersey), 2007, p. 85.

³⁷ Fabozzi, Frank J., *Fixed Income...*, ob. cit., p. 569.

³⁸ Verona Martel, M. C., “El *rating*...”, ob. cit., p. 84.

3.3 PROCESO DE EMISIÓN

El proceso de emisión constituye el núcleo operativo del mercado primario de deuda, esto es, el mecanismo a través del cual los valores de renta fija son distribuidos por primera vez a los inversores con el fin de financiar a sus emisores. Como apunta Fabozzi³⁹, en los últimos años se ha producido un desplazamiento significativo desde la financiación vía préstamos bancarios hacia la emisión de valores de renta fija, tendencia que se espera continúe. Este desplazamiento no es casual: el proceso de emisión en el DCM ofrece al emisor ventajas estructurales frente al crédito bancario que se manifiestan en cada una de sus fases y que el ordenamiento jurídico ha querido proteger y garantizar.

El proceso se inicia con el mandato, por el que el emisor encomienda la operación a una o varias entidades financieras que actuarán como *bookrunners*. Jurídicamente, estas entidades son empresas de servicios de inversión en el sentido del artículo 4.1.2 de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II), cuya actividad habitual consiste en la “colocación de instrumentos financieros con o sin compromiso firme” de los título-valor, actividad que encuadra como “servicios y actividades de inversión”⁴⁰.

En este primer paso las entidades financieras cuentan con numerables exigencias para tomar el rol de *bookrunner* en una operación corresponde una autorización previa por la CNMV, en la que “se hará constar la clase de empresa de servicios de inversión de que se trate, la lista de servicios y actividades de inversión, servicios auxiliares e instrumentos financieros, así como las actividades accesorias, que se le autorice realizar”⁴¹. Además, deberán estar libres de cualquier conflicto en los días de emisión lo que les obliga a “organizarse y adoptar medidas para prevenir, detectar y gestionar posibles conflictos de interés entre su clientela y la propia empresa o su grupo”⁴². Esta exigencia tiene una consecuencia directa en términos de ventaja frente al crédito bancario: mientras que en un préstamo bancario el acreedor fija unilateralmente las condiciones en función de sus propios intereses y restricciones de capital, la regulación del *bookrunner* en el DCM garantiza que el intermediario actúe en interés del emisor y del mercado, y no en el suyo propio.

³⁹ Fabozzi, Frank J., *Fixed Income...*, ob. cit., p. 2.

⁴⁰ Art. 4.1.2 Directiva 2014/65/UE.

⁴¹ Art. 131 LMVSI.

⁴² Art. 198 LMVSI.

Para la ejecución de la emisión es necesaria la elaboración de documentación jurídica de la emisión. Entre estos la ley exige un folleto “que debe publicarse cuando se ofertan al público o se admiten a cotización valores en un mercado regulado situado o en funcionamiento en un Estado miembro”⁴³, que “incluirá la información necesaria que sea pertinente para que el inversor pueda hacer una evaluación informada de: a) los activos y pasivos, las pérdidas y ganancias, la situación financiera y las perspectivas del emisor y de todo garante; b) los derechos inherentes a los valores; y c) los motivos de la emisión y sus consecuencias para el emisor”⁴⁴.

Esta obligación de transparencia documental no es una carga para el emisor, sino precisamente la fuente de una de las ventajas más relevantes del DCM: al reducir la asimetría de información entre emisor e inversor, el folleto permite que el mercado valore el riesgo de forma más precisa y, por tanto, exija una prima de riesgo menor que la que impondría un banco, el cual, al no poder compartir públicamente toda la información, tiende a incorporar un margen de incertidumbre adicional en el precio del crédito. En este sentido, Rodríguez Rojas y Sandoval Retamozo señalan que la relación directa entre emisor e inversor que caracteriza al DCM origina costes de fondeo relativamente menores al eliminar los costes de intermediación propios del canal bancario⁴⁵.

La fase de *bookbuilding* y fijación del precio (*pricing*) es el momento en que se recogen las órdenes de los inversores y, en función de la cantidad y calidad de la demanda agregada, se determinan las condiciones económicas finales: el tipo de interés, el *spread* sobre la curva de referencia y el volumen definitivo. Esta dinámica ilustra con claridad la ventaja competitiva del DCM frente al crédito bancario: el precio no lo fija una única entidad con poder de negociación asimétrico, sino que emerge de la interacción entre el emisor y un conjunto amplio y diversificado de inversores institucionales. Fabozzi⁴⁶ describe la modalidad del *bought deal* como aquella en que el banco de inversión adquiere la totalidad de la emisión al emisor a un precio acordado para su distribución posterior, asumiendo el riesgo de colocación, lo que evidencia que incluso en la modalidad más comprometida para el intermediario el proceso sigue siendo competitivo para el emisor. El *bookbuilding* permite además al emisor conocer en tiempo real el apetito inversor por

⁴³ Art. 1 Reglamento (UE) 2017/1129.

⁴⁴ Art. 6 Reglamento (UE) 2017/1129.

⁴⁵ Rodríguez Rojas, A. M.; Sandoval Retamozo, R. A., *El rol de los inversionistas...*, ob. cit., p.13.

⁴⁶ Fabozzi, Frank J., *Fixed Income...*, ob. cit., p. 71.

su deuda, información de enorme valor estratégico que el canal bancario simplemente no proporciona.

Concluido el *bookbuilding*, el *bookrunner* procede a la asignación de los valores. La Directiva 2014/65/UE exige que esta actuación se lleve a cabo de manera honesta, imparcial y profesional, en el mejor interés de los clientes, respetando criterios objetivos y no discriminatorios⁴⁷. Esta exigencia tiene una función económica precisa: una asignación sesgada distorsionaría la formación de precios y erosionaría la confianza de los inversores en futuras emisiones, con el consiguiente encarecimiento de la financiación para todos los emisores del mercado. Finalmente, el proceso culmina con el *settlement* o liquidación, momento en que se produce la entrega de los valores al inversor contra el pago del precio de emisión, materializando definitivamente la financiación obtenida.

En su conjunto, el proceso de emisión en el DCM no solo canaliza financiación de forma más eficiente y competitiva que el crédito bancario, sino que el marco jurídico que lo disciplina, desde el mandato hasta el *settlement*, es precisamente lo que hace posible esa eficiencia al garantizar la transparencia, la independencia del intermediario y la imparcialidad en la asignación, condiciones sin las cuales ningún inversor institucional estaría dispuesto a participar en el mercado primario.

3.4 TIPO DE FORMATO (EMTN)

El *Euro Medium Term Note Programme* (en adelante, EMTN) es un formato de emisión basado en la creación de un programa marco que permite al emisor realizar emisiones sucesivas de instrumentos de deuda durante un periodo determinado bajo una documentación estandarizada previamente aprobada. Desde el punto de vista jurídico, el EMTN no constituye una categoría específica de valores, sino un mecanismo de estructuración de emisiones múltiples bajo un único marco documental. En términos operativos, Fabozzi describe este tipo de instrumento como aquel que se distribuye de modo continuo o intermitente a través de agentes del emisor, con la particularidad de que el emisor puede modular en cada serie las condiciones de vencimiento, el tipo de interés, fijo o variable, y la denominación de la moneda, adaptándose así a las condiciones de mercado y a la demanda inversora en cada ventana de emisión⁴⁸. Esta flexibilidad

⁴⁷ Art. 24.1 Directiva 2014/65/UE.

⁴⁸ Fabozzi, Frank J., *Fixed Income...*, ob. cit., p. 63.

operativa es precisamente la razón por la que el EMTN constituye el formato predominante en el mercado europeo de deuda institucional.

En el ámbito normativo europeo, este formato se apoya en el Reglamento (UE) 2017/1129, que permite la aprobación de un folleto base, definido como aquel que contiene “la información general relativa al emisor y a los valores que se ofrecerán”⁴⁹. Las emisiones concretas realizadas al amparo del programa se completan mediante condiciones finales (*final terms*), que no requieren nueva aprobación cuando se ajustan al folleto base aprobado. El folleto base deberá incluir “a) una plantilla titulada «formulario de condiciones finales», que deberá rellenarse para cada emisión y en la que se indicarán las opciones disponibles por lo que respecta a la información que quedarán determinadas en las condiciones finales de la oferta; b) la dirección del sitio web en el que se publicarán las condiciones finales”⁵⁰.

Pues bien, el EMTN es precisamente el formato que permite a las entidades bancarias emitir series SNP, junto con deuda *senior preferred*, subordinada o incluso bonos verdes, de forma recurrente bajo un único programa. Una vez fijadas en el programa las cláusulas estructurales comunes, definiciones, ley aplicable, mecanismos de representación y compensación, cláusulas estándar, cada nueva serie se diferencia únicamente en sus condiciones finales, en las que se especifica la prelación del instrumento y su perfil económico. Así lo acredita la práctica de mercado: los programas EMTN de entidades como Crédit Agricole prevén expresamente en sus folletos base la posibilidad de emitir, bajo un mismo programa, notas *senior preferred*, *senior non preferred* y subordinadas, determinándose la clase concreta de cada emisión en las condiciones finales correspondientes.

La ventaja jurídico-práctica del EMTN no radica, por tanto, en crear un tipo nuevo de valor, sino en reducir la fricción regulatoria y documental para poder emitir, con agilidad, instrumentos con distintas estructuras de prelación manteniendo en todo momento el cumplimiento del régimen de información del mercado de valores.

⁴⁹ Art. 8 Reglamento (UE) 2017/1129.

⁵⁰ Art. 8.2 Reglamento (UE) 2017/1129.

4. LÍMITES REGULATORIOS DE EMISORES FINANCIEROS

En los mercados de capitales actuales, los emisores de deuda se dividen en tres grandes segmentos: (i) FIG (*Finacial Institutions Group*) integrado principalmente por entidades financieras y aseguradoras; (ii) *corporate*, integrado por emisores no entidades no financieras; y (iii) soberanos, que la constituyen gobiernos centrales y locales, entidades públicas, etc. Aunque esta distinción no aparece expresamente mencionada en la LMVSI ni en la LSC, tiene fundamento jurídico en sus respectivos regímenes normativos y tiene consecuencias reales como puede ser distintos regímenes de supervisión, de transparencia, de prospecto o prudencial.

La normativa diferencial de la distinción previamente mencionada es el sometimiento de las instituciones financieras y aseguradoras a normativa prudencial y resolución bancaria. En el ámbito español, en su regulación prudencial, las entidades financieras están sujetas al Reglamento (UE) n.º 575/2013 (CRR) y a la Directiva 2013/36/UE (CRD), que incorporan los estándares de Basilea III, a lo que se les une la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. Asimismo, la Directiva 2014/59/UE (BRRD)⁵¹ y el Reglamento (UE) n.º 806/2014 (SRM), enmarcan el marco de resolución. Por su parte las aseguradoras ven cubierta la regulación en esta materia en el régimen de solvencia dictado marco Solvencia II (Directiva 2009/138/CE y modificaciones posteriores).

4.1 RÉGIMEN PRUDENCIAL

El Reglamento (UE) No 575/2013 (CRR) “establece normas uniformes sobre los requisitos prudenciales generales” que las entidades de crédito y empresas de inversión deberán seguir en los requisitos fondos propios, capital, liquidez y apalancamiento, así como los requisitos de “riesgo de crédito, del riesgo de mercado, del riesgo operativo y del riesgo de liquidación”.

Por ello, el núcleo normativo se centra en requisitos mínimos de capital en su artículo 92 donde exige a las entidades “cumplir los siguientes requisitos de fondos propios: a) una ratio de capital de nivel 1 ordinario del 4,5 %; b) una ratio de capital de nivel 1 del 6 %; c) una ratio total de capital del 8 %”. La Parte Segunda del CRR, en sus artículos 25 a 92

⁵¹ Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, *DOUE*, L 173, 12 de junio de 2014.

define la composición de los recursos propios regulatorios, distinguiendo entre capital de nivel 1 ordinario (CET1), capital adicional de nivel 1 (AT1) y capital de nivel 2 (T2), lo que tiene gran impacto en el mercado de capitales, en tanto que las emisiones AT1 y Tier 2 tienen la opcionalidad de computar como fondos propios y tener así una función absorbente de pérdidas.

La arquitectura de este capital regulatorio, CET1, AT1 y Tier 2, es, en su esencia, una taxonomía de instrumentos financieros. El CET1 se compone principalmente de capital ordinario y reservas, cuya captación es función del mercado de renta variable. Pero el capital adicional de nivel 1 (AT1) y el capital de nivel 2 (Tier 2) son, por definición, instrumentos de renta fija que sólo pueden emitirse y colocarse a través del DCM. Los AT1, instrumentos perpetuos con capacidad de conversión o amortización (conocidos como CoCos), y los T2, deuda subordinada con vencimiento, cumplen funciones de absorción de pérdidas que no pueden replicarse con préstamos bilaterales o depósitos: ningún banco puede financiar su ratio de capital Tier 2 con un crédito sindicado, porque dicho instrumento no computaría como fondos propios regulatorios⁵². La necesidad de emitir capital regulatorio en el mercado de bonos es, así, una consecuencia directa del CRR y no de ninguna preferencia financiera.

El CRR introduce también en su art. 92.3 requisitos de fondos propios frente a distintas categorías de riesgo financiero: riesgo de crédito (Título II), riesgo de mercado (Título IV), riesgo operativo (Título VI) y riesgo de ajuste de valoración del crédito (Título VI bis). Estos riesgos conforman un pilar principal para calcular “las exposiciones ponderadas por riesgo”, lo que conecta directamente la estructura del balance bancario con la necesidad de recursos propios adicionales.

Las entidades financieras, en su condición de emisores, también se encuentran sujetas a exigencias prudenciales en materia de liquidez. En particular, el requisito del LCR impone que “deberán mantener activos líquidos, la suma de cuyos valores cubra las salidas de liquidez menos las entradas de liquidez, en condiciones de tensión, a fin de garantizar que las entidades mantengan un colchón de liquidez de nivel apropiado para afrontar cualesquiera desequilibrios entre las entradas y salidas de liquidez en graves condiciones

⁵² Basel Committee on Banking Supervision, *Definition of capital in Basel III – Executive Summary*, Bank for International Settlements (BIS), 2010, p. 1. https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/defcap_b3.htm (última consulta: 11/03/2026).

de tensión durante un período de treinta días”⁵³. Este marco se complementa con la exigencia de financiación estable introducida en el art. 413 CRR, que debe alcanzarse “mediante una variedad de instrumentos de financiación estable”⁵⁴ (NSFR).

En términos sustantivos, el *Liquidity Coverage Ratio* (en adelante, LCR) obliga a las entidades a disponer de activos líquidos de alta calidad suficientes para cubrir las salidas netas de caja en un escenario de estrés a treinta días, mientras que el *Net Stable Funding Ratio* (en adelante, NSFR) persigue una adecuada correspondencia entre los vencimientos del activo y fuentes de financiación estructuralmente estables en el pasivo. Instrumentos como las cédulas hipotecarias, los bonos senior preferentes o los seniors no preferentes permiten cumplir con la lógica de estabilidad exigida por el NSFR, algo que los depósitos a la vista o las operaciones repo a corto plazo difícilmente pueden garantizar. El recurso al DCM deja así de ser una alternativa estratégica y pasa a configurarse como un mecanismo estructural para el cumplimiento de las exigencias prudenciales de liquidez.

Mientras que la ya comentada CRR establece requisitos cuantitativos, la Directiva 2013/36/UE (CRD) marca límites prudenciales cuantitativos “relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y empresas de inversión”. En primer lugar, en sus art. 97 y siguientes establece procedimientos de revisión y evaluación, para así evaluar “si los sistemas, estrategias, procedimientos y mecanismos empleados por las entidades y los fondos propios y la liquidez mantenidos por ellas garantizan una gestión y cobertura sólidas de sus riesgos” y así exigir según el art. 104 requisitos adicionales como exigencias de fondos propios (104.1.a), liquidez (104.1.k), etc. Estas exigencias de Pilar 2 elevan el umbral efectivo de capital que cada entidad debe mantener y, con él, la necesidad de emisión en mercado. Si el BCE comunica a un banco que su ratio de capital total mínimo exigido es del 13%, como ocurrió con BBVA en su SREP de 2023, la entidad debe calcular el gap de financiación y cubrirlo con instrumentos computables: AT1, T2 o CET1, siendo los dos primeros específicamente mercados de capitales.⁵⁵

⁵³ Art. 412 Reglamento (UE) n.º 575/2013.

⁵⁴ Art. 413 Reglamento (UE) n.º 575/2013.

⁵⁵ Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA), *Prudential Relevance Report. Pillar 3 2022*, BBVA, 2023, p. 35, https://shareholdersandinvestors.bbva.com/wp-content/uploads/2019/03/PilarIII2018_Eng-1.pdf (última consulta: 11/03/2026).

En segundo lugar, la CRD incorpora los denominados colchones de capital, que introducen una dimensión macroprudencial orientada a la estabilidad sistémica. El Título IV de la Directiva regula el colchón de conservación de capital, el colchón anticíclico, el colchón de riesgo sistémico y los colchones para OEIS. Estos colchones, exigibles sobre capital CET1 y aplicables de forma acumulada, permiten absorber pérdidas en fases de tensión financiera y moderar la prociclicidad del crédito, dotando al régimen prudencial de una componente preventiva ausente en el régimen societario o en el soberano.

4.2 RÉGIMEN RESOLUTIVO

Si el régimen prudencial convierte al DCM en el canal de captación de capital regulatorio, el régimen resolutivo va más lejos: crea una clase entera de instrumentos que sólo existen en el mercado de capitales y que los bancos están legalmente obligados a mantener. Esta es la contribución más profunda de la Directiva 2014/59/UE (BRRD) y el Reglamento (UE) n.º 806/2014 (SRM) a la estructura del negocio FIG en DCM.

El régimen resolutivo es el sistema diseñado para gestionar la quiebra de una entidad financiera, para ellos se basa en un doble pilar normativo compuesto por la Directiva 2014/59/UE (BRRD) y el Reglamento (UE) n.º 806/2014 (SRM). Nos confirma el legislador europeo en el art. 31.2 BRRD que los objetivos de la función resolutiva son “a) mantener la continuidad de las funciones esenciales; b) evitar repercusiones negativas importantes sobre la estabilidad financiera, especialmente previniendo el contagio, incluidas las infraestructuras de mercado, y manteniendo la disciplina de mercado; c) proteger los fondos públicos minimizando la dependencia de ayudas financieras públicas extraordinarias; d) proteger a los depositantes cubiertos por la Directiva 2014/49/UE y a los inversores cubiertos por la Directiva 97/9/CE; e) proteger los fondos y los activos de los clientes”⁵⁶.

Como mecanismos resolutivos el BRRD nos proporciona mecanismos, sustituyendo el tradicional *bail-out* (rescate público) por lo que presentan como *bail-in* y que define el BRRD como “Instrumento de recapitalización interna” por el cual “una autoridad de resolución ejerce las competencias de amortización y conversión de los pasivos”. El pivote operativo de este marco es el MREL, el cual obliga a cada institución a mantener un volumen mínimo de fondos propios y pasivos elegibles. La elegibilidad MREL

⁵⁶ Art. 31.2 Directiva 2014/59/UE.

introduce una serie de requisitos técnicos, subordinación, vencimiento residual mínimo de un año, ausencia de derivados implícitos, que sólo pueden satisfacer instrumentos diseñados y colocados en el mercado de capitales: AT1, Tier 2, deuda senior no preferente (Senior Non-Preferred, SNP) y, bajo ciertas condiciones, deuda senior preferente emitida desde una entidad holding. La Directiva (UE) 2017/2399 (BRRD II), transpuesta en España mediante la Ley 7/2020, en su considerando número 10⁵⁷ introdujo precisamente la clase SNP para crear un estrato específico de pasivos MREL-elegibles sin las restricciones de los instrumentos subordinados tradicionales.

Este marco se transpone al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 11/2015, de recuperación y resolución de entidades de crédito, desarrollada reglamentariamente por el Real Decreto 1012/2015 y posteriormente modificada por la Ley 7/2020, que incorpora la Directiva (UE) 2019/879 (BRRD II). Esta última refuerza el régimen MREL, distinguiendo entre *loss absorption amount* y *recapitalisation amount*, introduciendo exigencias de subordinación estructural y aproximando el marco europeo al estándar TLAC para entidades sistémicas globales.

5. INSTRUMENTOS DE EMISIÓN

El mercado primario de deuda no opera de manera uniforme para todos sus participantes. La naturaleza jurídica del emisor, financiero, corporativo o soberano, determina el régimen normativo aplicable a sus instrumentos, el orden de prelación en caso de insolvencia o resolución y, en última instancia, el coste y las condiciones de acceso al mercado de capitales. Esta distinción no es meramente académica: produce consecuencias directas en el diseño de los instrumentos, en la demanda inversora y en la función que cada clase de deuda cumple en la estructura de capital del emisor. El DCM es, en este sentido, el mecanismo que canaliza de forma eficiente esa diversidad de necesidades financieras hacia un mercado de inversores institucionales globales.

5.1 FIG: INSTRUMENTOS Y RÉGIMEN LEGAL

Desde la perspectiva de los mercados de deuda, el régimen resolutivo es determinante para el segmento FIG, al crear una prelación regulatoria de absorción de pérdidas (arts.

⁵⁷ Considerando 10 de la Directiva (UE) 2017/2399 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en lo que respecta al orden de prioridad de los instrumentos de deuda no garantizada en caso de insolvencia, DOUE, L 345, de 27 de diciembre de 2017, p. 96.

43–48 BRRD) que ordena la amortización o conversión de los instrumentos financieros en resolución y exige la existencia de pasivos elegibles para MREL. Este diseño normativo explica la aparición y formación de un conjunto de instrumentos propios del segmento FIG (entre ellos los instrumentos AT1, T2 y el denominado *senior non-preferred*) cuyo diseño y emisión responden a funciones regulatorias y no exclusivamente financieras, y cuya existencia carece de equivalente en el mercado corporativo no financiero o en el soberano.

5.1.1 Valores Senior

Mediante el Real Decreto-ley 11/2017, de 23 de junio, de medidas urgentes en materia financiera se ha configurado en España la Figura del *senior non-preferred* o “Deuda ordinaria no preferente”, de esta forma en caso de concurso de acreedores de entidades no financieras, “los créditos ordinarios se clasificarán en créditos ordinarios preferentes y créditos ordinarios no preferentes, teniendo los no preferentes un rango inferior a los preferentes que serán aquellos que resulten de instrumentos de deuda que cumplan las siguientes condiciones:

- a) que hayan sido emitidos o creados con plazo de vencimiento efectivo igual o superior a un año;
- b) que no sean instrumentos financieros derivados ni tengan instrumentos financieros derivados implícitos; y
- c) que los términos y condiciones y, en su caso, el folleto relativo a la emisión, incluyan una cláusula en la que se establezca que tienen una prelación concursal inferior frente al resto de créditos ordinarios y que, por tanto, los créditos derivados de estos instrumentos de deuda serán satisfechos con posterioridad a los restantes créditos ordinarios.”⁵⁸

Los requisitos técnicos del SNP, establecidos en el Considerando 11 de la Directiva 2017/2399 y desarrollados en el artículo 1.2 de la misma, son los que lo hacen apto para el cómputo MREL y lo que convierte al DCM en el único canal jurídicamente apto para la construcción del colchón MREL en su componente de subordinación.

⁵⁸ Clifford Chance. (2017, 23 de junio). *España crea la deuda ordinaria no preferente (Senior Non-Preferred Debt)*. <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2017/06/espana-crea-la-deuda-ordinaria-no-preferente-senior-non-preffered-debt.pdf> (última consulta: 12 de marzo de 2026).

5.1.2 AT1

Los instrumentos AT1, conocidos en el mercado como bonos contingentemente convertibles o *CoCos*, constituyen el estrato más próximo al capital ordinario dentro de la estructura de fondos propios regulatorios. Su función en el DCM es única, son el único instrumento de deuda que computa como capital de nivel 1 sin ser acciones ordinarias, lo que permite a las entidades reforzar sus ratios de capital sin diluir a los accionistas existentes.

El Reglamento (UE) n.º 575/2013 (CRR) establece en su artículo 52 los requisitos de elegibilidad del AT1 como capital adicional de nivel 1. Entre sus características esenciales, el artículo 52.1 exige que sean perpetuos, sin fecha de vencimiento, y que su “prelación sea inferior a la de los instrumentos de capital de nivel 2 en caso de insolvencia”⁵⁹. El rasgo más definitorio, regulado en el artículo 54 CRR, es el mecanismo de absorción de pérdidas en empresa en funcionamiento (*going concern*): cuando la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1) desciende por debajo del umbral establecido contractualmente, con un mínimo del 5,125%⁶⁰ sobre activos ponderados por riesgo, el importe de principal debe amortizarse de forma permanente o temporal, o los instrumentos deben convertirse en capital de nivel 1 ordinario. Esta conversión automática en capital es, precisamente, lo que diferencia al AT1 de cualquier otro instrumento de deuda emitible en el DCM y lo que explica el mayor *spread* que el mercado le exige frente a la deuda senior: el inversor asume el riesgo de ver su crédito convertido en capital en el momento de mayor estrés de la entidad.

La ventaja del DCM frente a otras fuentes de capital es aquí especialmente nítida: la emisión de AT1 en el mercado de capitales permite a la entidad cumplir el requisito de ratio de capital de nivel 1 del 6% exigido por el artículo 92.1.b)⁶¹ CRR con un coste inferior al de la ampliación de capital ordinario, al tiempo que los inversores institucionales que adquieren estos instrumentos obtienen un rendimiento superior al de la deuda senior a cambio de asumir el riesgo de conversión. Sin el DCM, este equilibrio regulatorio y financiero sería imposible de articular.

⁵⁹ Art. 52 Reglamento (UE) n.º 575/2013.

⁶⁰ Art. 54 Reglamento (UE) n.º 575/2013.

⁶¹ Art. 92 Reglamento (UE) n.º 575/2013.

5.1.3 Tier 2

Los instrumentos Tier 2 constituyen deuda subordinada regulatoria destinada a absorber pérdidas en escenarios de resolución (*gone concern*). A diferencia del AT1, que absorbe pérdidas mientras la entidad continúa operando, el T2 opera como colchón de liquidación: solo absorbe pérdidas cuando la entidad es declarada inviable y entra en un proceso de resolución o insolvencia. Esta distinción funcional explica su posición en la jerarquía de fondos propios y su diferente coste de financiación en el mercado.

El artículo 62 CRR configura estos instrumentos como “capital de nivel 2”⁶², supeditado al cumplimiento de los requisitos del artículo 63. Entre estos, el reglamento exige subordinación contractual: conforme al artículo 63.f), los instrumentos no pueden estar sujetos a ningún acuerdo que eleve la prelación del crédito resultante respecto al crédito de cualquier acreedor ordinario no garantizado de la entidad⁶³. El artículo 64 CRR introduce además la amortización regulatoria: durante los cinco años anteriores al vencimiento, el importe computable como T2 se reduce en un 20% anual, incentivando la renovación periódica de las emisiones en el mercado de capitales. La Directiva 2014/59/UE (BRRD) y la Ley 11/2015 sitúan a los tenedores de T2 en tercer lugar⁶⁴ en el orden de absorción de pérdidas, por detrás del capital ordinario y de los instrumentos AT1.

Desde la perspectiva del DCM, esta cadena normativa genera una demanda estructural y recurrente de emisiones T2: la amortización regulatoria obliga a los bancos a volver al mercado cada pocos años para mantener su colchón de capital de nivel 2.

5.1.4 Covered Bond

Los bonos garantizados constituyen el único instrumento del segmento FIG que, lejos de responder a una lógica de absorción de pérdidas, opera como instrumento de financiación de muy alta calidad crediticia. Su fundamento jurídico en España es el Real Decreto-ley 24/2021, que transpone la Directiva (UE) 2019/2162 y define en su artículo 2 el “bono garantizado como el título de deuda emitido por entidades de crédito”⁶⁵ y garantizado por activos de cobertura a los que los inversores pueden recurrir directamente en su calidad de acreedores preferentes. El artículo 3 del mismo texto distingue entre cédulas

⁶² Art. 62 Reglamento (UE) n.º 575/2013.

⁶³ Art. 63.f Reglamento (UE) n.º 575/2013.

⁶⁴ Art. 48 Directiva 2014/59/UE.

⁶⁵ Art. 2 Directiva (UE) 2019/2162 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la emisión y la supervisión pública de bonos garantizados y por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE y 2014/59/UE (DOUE L 328, 18.12.2019).

hipotecarias, territoriales y de internacionalización, de cobertura abierta, que se ajusta dinámicamente a lo largo de la vida del instrumento, y los bonos hipotecarios, territoriales y de internacionalización, de cobertura cerrada⁶⁶.

Como señala Cuatrecasas en un *legal flash* sobre la aprobación del RD-ley 24/2021, que transpone la Directiva (UE) 2019/2162 sobre la emisión y supervisión pública de bonos garantizados, "la diferencia entre cédulas y bonos tiene que ver con el carácter abierto o cerrado del conjunto de cobertura"⁶⁷, siendo abierto a lo largo de la vida del instrumento en el caso de las cédulas, a diferencia de los bonos.

La ventaja del *covered bond* frente a otras fuentes de financiación bancaria es estructural: el doble recurso del inversor, frente al emisor y frente a la cartera de activos de cobertura, reduce drásticamente el riesgo de crédito percibido, permitiendo a la entidad obtener financiación a largo plazo a un coste sensiblemente inferior al de la deuda senior ordinaria.

5.2 CORPORATE: INSTRUMENTOS Y RÉGIMEN LEGAL

Los emisores del segmento corporativo acceden al DCM bajo una lógica radicalmente distinta a la de las entidades financieras: no existe ningún imperativo regulatorio que les obligue a emitir en el mercado de capitales, pero sí existen ventajas estructurales que hacen del DCM la opción más eficiente para cubrir necesidades de financiación a largo plazo. Como documenta ICMA (2013), el mercado de bonos corporativos compite con otras fuentes de capital (crédito bancario, préstamos sindicados, capital propio) ejerciendo una presión a la baja sobre el coste de financiación de las empresas, gracias a la desintermediación entre emisores e inversores y a la competencia entre los intermediarios que prestan servicios de colocación. Esta ventaja en costes se hace especialmente relevante cuando las necesidades de financiación de la empresa exceden la capacidad de sus bancos de relación, o cuando la regulación bancaria restringe la capacidad crediticia del sistema⁶⁸.

⁶⁶ Art. 3 Directiva (UE) 2019/2162.

⁶⁷ Cuatrecasas. (2026, 16 de enero). *Legal Flash: RDL 24/2021 – Transposición Directiva Covered Bonds*. Recuperado de <https://www.cuatrecasas.com/resources/legal-flash-rdl-242021-transposicion-directiva-covered-bonds-618d4f0230653313124632.pdf?v1.95.2.20260116> (última consulta: 3 de marzo de 2026).

⁶⁸ Bank for International Settlements, *Corporate Bond Markets: A Global Perspective*, CGFS Papers No. 44, marzo 2013, p. 8, disponible en: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Media/Brochures/2013/Corporate%20Bond%20Markets%20March%202013.pdf> (última consulta: 12 de marzo de 2026).

La diferencia entre los instrumentos FIG y Corp rápida en su tratamiento en caso de insolvencia. A diferencia del segmento FIG, la jerarquía de instrumentos corporativos no responde a una lógica prudencial o resolutive, sino al Derecho societario, civil y concursal. El Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal (en adelante, TRLC) clasifica los créditos en privilegiados, ordinarios y subordinados en función de su posición concursal⁶⁹, y es esta clasificación la que determina la prelación de cada instrumento corporativo en caso de insolvencia del emisor

5.2.1 *Senior Secured*

Los bonos *senior secured* son instrumentos de deuda corporativa emitidos al amparo del artículo 401 de la Ley de Sociedades de Capital, que “faculta a las sociedades de capital para emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda”⁷⁰, y garantizados mediante derechos reales, hipoteca, prenda u otros, previstos en los artículos 1857 y siguientes del Código Civil. La inscripción registral de la garantía confiere publicidad y prioridad frente a terceros, de modo que el bien hipotecado queda afecto directa e inmediatamente al cumplimiento de las obligaciones del bono. El artículo 404 LSC enumera las modalidades de garantía admisibles: hipoteca mobiliaria o inmobiliaria, prenda de valores, prenda sin desplazamiento, garantía del Estado o de entidad territorial, o aval de entidad de crédito o sociedad de garantía recíproca⁷¹.

En caso de insolvencia, el TRLC califica estos créditos como de privilegio especial, ya que “afectan a determinados bienes o derechos de la masa activa”⁷², situándolos por encima del crédito ordinario y subordinado. En contraste con el segmento FIG, donde la jerarquía de instrumentos responde a una lógica prudencial y resolutive, la prelación de la deuda *secured* corporativa deriva del derecho civil y concursal.

Desde la perspectiva del DCM, la ventaja del *senior secured* sobre el crédito bancario garantizado es doble: por un lado, la emisión en el mercado de capitales permite acceder a un universo de inversores institucionales de mayor amplitud y diversidad que el de un banco bilateral; por otro, el proceso de *bookbuilding* genera competencia entre inversores

⁶⁹ Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley Concursal, BOE n.º 118, de 15 de mayo de 2020, Art. 270.

⁷⁰ Art. 401 LSC.

⁷¹ Art. 404 LSC.

⁷² Art. 270 LSC.

que tiende a reducir el coste de la deuda respecto al que impondría un acreedor bancario en una negociación bilateral.

5.2.2 *Senior Unsecured*

Frente a los bonos senior asegurados, los Senior Unsecured carecen de derechos reales como garantía en cumplimiento de las obligaciones, TRLC califica “como créditos ordinarios aquellos que en esta ley no tengan la consideración de créditos privilegiados o subordinados”⁷³, en los que se incluye este tipo de bonos ya que no afectan bienes o derechos de la masa activa. Este orden de prelación evidencia que la jerarquía de la deuda corporativa responde a criterios civiles y concursales, y no a la lógica de absorción de pérdidas propia del régimen bancario.

Esta posición concursal, más expuesta que la del *secured*, se refleja en un mayor *spread* sobre la curva de referencia; sin embargo, es precisamente el instrumento que mejor ilustra la ventaja de desintermediación del DCM: al no requerir la constitución de garantías reales, elimina los costes jurídicos y registrales asociados a la garantía, y permite al emisor obtener financiación a largo plazo apelando directamente a la confianza del mercado en su solvencia, articulada a través del rating y del folleto.

5.2.3 *Hybrid*

Los híbridos corporativos son instrumentos de deuda subordinada con rasgos intermedios entre la deuda senior y el capital social. EL TRLC califica expresamente estos créditos como subordinados al disponer que “tendrán la consideración de créditos subordinados (...) los créditos que por pacto contractual tengan el carácter de subordinados respecto de todos los demás créditos contra el concursado”.⁷⁴ Esta subordinación contractual los sitúa en el último escalón de la deuda en caso de insolvencia, por detrás de los créditos ordinarios y solo por delante del capital.

Sin embargo, su interés para el DCM radica precisamente en esa posición fronteriza. La Ley 6/2023, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI), establece en su artículo 2 que tendrán la consideración de valores negociables los instrumentos de deuda, lo que permite la oferta pública y admisión a negociación de los híbridos conforme al Reglamento (UE) 2017/1129. Las agencias de calificación otorgan

⁷³ Art. 269.3 TRLC.

⁷⁴ Art. 281.1.2º TRLC.

a estos instrumentos *equity credit* parcial, habitualmente el 50%, en razón de su subordinación y de la posibilidad de diferimiento de cupones⁷⁵, lo que permite al emisor mejorar sus ratios de apalancamiento sin emitir acciones ordinarias. Esta ventaja, financiación con tratamiento parcial de capital sin dilución de accionistas, es exclusiva del DCM: no existe ningún instrumento bancario bilateral que replique esta función.

5.3 SOBERANO: INSTRUMENTOS Y RÉGIMEN LEGAL

Los emisores soberanos (Estado central, comunidades autónomas, entidades locales y agencias públicas) operan en el DCM bajo un marco jurídico que les confiere ventajas estructurales que ningún emisor privado puede replicar. La más relevante es la prioridad constitucional de pago: el artículo 135 de la Constitución Española (en adelante, CE) dispone que “Los créditos para satisfacer los intereses y el capital de la deuda pública de las Administraciones se entenderán siempre incluidos en el estado de gastos de sus presupuestos y su pago gozará de prioridad absoluta”⁷⁶. Esta disposición constitucional es, en la práctica, la garantía última de la deuda soberana española y el fundamento de su *seniority* implícita frente a cualquier otro emisor de mercado.

A esta ventaja se añade un trato diferencial en materia de folleto: el Reglamento (UE) 2017/1129 excluye expresamente de su ámbito de aplicación los valores de deuda emitidos por un Estado miembro⁷⁷, eximiendo a la deuda soberana de los requisitos de documentación y aprobación supervisora que sí se aplican a la deuda corporativa y financiera. Esta exención no reduce la transparencia, los Estados publican documentación detallada de sus emisiones, pero elimina el coste y el tiempo asociados al proceso de aprobación del folleto, dotando al emisor soberano de mayor agilidad para acceder al mercado en las ventanas de condiciones favorables.

Al mismo tiempo la LGP habilita la emisión de deuda al dictar que “el Ministro de Economía podrá disponer la creación de Deuda del Estado” con el objetivo de “hacer frente a los reembolsos contractuales o anticipados y a los gastos financieros derivados de la Deuda del Estado, incluidos en particular los de colocación, negociación,

⁷⁵ Neuberger Berman, *The Corporate Hybrid Market — A High-Quality Opportunity in a Low-Rate Environment*, Insights Q4 2022, 2022, p. 3, disponible en <https://www.nb.com> (última consulta: 3 de marzo de 2026).

⁷⁶ Artículo 135 CE, de 27 de diciembre de 1978, *BOE*, núm. 311, de 29 de diciembre de 1978.

⁷⁷ Art. 1.2.b) Reglamento (UE) 2017/1129.

administración y gestión de la misma”⁷⁸. El artículo 102 de la misma ley amplía esta habilitación para incluir operaciones de gestión de pasivo (*liability management*): recompras, canjes, extensiones y amortizaciones anticipadas⁷⁹, así como la designación de creadores de mercado (*primary dealers*) y la concertación de convenios con entidades financieras para la colocación sindicada de emisiones. Este conjunto de habilitaciones normativas configura al Estado como el emisor más sofisticado y mejor dotado jurídicamente para operar en el DCM, con acceso a la totalidad de los instrumentos del mercado primario y secundario.

Entre los instrumentos encontramos las letras del tesoro que se definen por el Tesoro Público como “valores de renta fija a corto plazo representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta”⁸⁰ y que se emiten con plazo 3, 6, 9 y 12 meses. El Estado también cuenta con más instrumentos, en concreto los Bonos y Obligaciones del Estado, los cuales son valores emitidos por el Tesoro, de una vida de 1 a 5 años en caso de los bonos, y un plazo superior de 5 años en el caso de las obligaciones.

Como hemos mencionado anteriormente, también son emisores soberanos las Comunidades Autónomas, Entidades Locales y Agencias Públicas corporativas (ICO). En la CE se confiere a las Comunidades Autónomas de “autonomía financiera para el desarrollo y ejecución de sus competencias”⁸¹. Esta competencia se desarrolla en Ley de Financiación de las CCAA, donde anuncia que “podrán realizar operaciones de crédito por plazo inferior a un año, con objeto de cubrir sus necesidades transitorias de tesorería”⁸², lo que les habilita de entrar en el mercado de capitales a través de la emisión de títulos-valores que en aquello que no sea previsto en la LOFCA se regirá por “las mismas normas y gozarán de los mismos beneficios y condiciones que la Deuda Pública del Estado”⁸³.

Junto al soberano central, el mercado español de deuda integra un conjunto de agencias públicas estatales que operan como emisores cuasi-soberanos dentro del segmento SSA.

⁷⁸ Art. 94.2 LGP.

⁷⁹ Art. 102 LGP.

⁸⁰ Tesoro Público. (s.f.). *Letras del Tesoro*. Tesoro Público – Gobierno de España.

<https://www.tesoro.es/deuda-publica/los-valores-del-tesoro/letras-del-tesoro>

⁸¹ Art. 156.1 CE.

⁸² Art. 14.1 Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas, BOE, núm. 236, de 1 de octubre de 1980.

⁸³ Art. 14.5 Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas, BOE, núm. 236, de 1 de octubre de 1980.

Destaca el Instituto de Crédito Oficial, definido como “entidad pública empresarial adscrita al Ministerio de Economía y Hacienda”⁸⁴ (art. 1 RDL 706/1999), que tendrá “la consideración de agencia financiera del Estado”, y que puede “formalizar, gestionar y administrar fondos, subvenciones, créditos, avales u otras garantías, cuotas y cualesquiera instrumentos financieros al servicio de sus fines, pudiendo a dicho efecto realizar toda clase de operaciones financieras de activo” (art. 4 RDL 706/1999). En el ámbito de infraestructuras, ADIF y ADIF-Alta Velocidad se configuran igualmente como “entidades públicas empresariales” (art. 22 Ley 38/2015)⁸⁵, facultadas para acudir a “operaciones de endeudamiento” (art. 26 Ley 38/2015), presentando un perfil crediticio anclado al soberano. La función pública, la adscripción ministerial y la tutela presupuestaria explican su clasificación de mercado como “*agencies*” y su estrecho alineamiento con la curva soberana.

6. EL DCM COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN VENTAJOSA: PERSPECTIVA DEL EMISOR

Los capítulos precedentes han analizado como la estructura jurídica del DCM beneficia a los sujetos que intervienen en él y las ventajas que aportan los instrumentos que pueden emitirse, y que son únicos al mercado de deuda. Corresponde ahora abordar, desde la perspectiva del emisor, tres dimensiones que completan el análisis: los mecanismos jurídicos y financieros que hacen posible la optimización del coste de capital; la ventaja estructural que el régimen del folleto otorga al DCM frente a la financiación bancaria; y la verificación empírica de ambas ventajas a través del análisis de operaciones reales de emisión realizadas por dos de los emisores españoles más activos en el mercado internacional de deuda, Banco Santander e Iberdrola.

6.1 OPTIMIZACIÓN DEL COSTE DE CAPITAL: MECANISMOS JURÍDICOS Y FINANCIEROS

La posibilidad de obtener financiación a un coste inferior al del crédito bancario constituye una de las ventajas más relevantes del DCM para el emisor. Esta ventaja no es meramente coyuntural ni depende exclusivamente de las condiciones de mercado en un momento dado, sino que responde a mecanismos estructurales de formación de precios

⁸⁴ Artículo 1 Real Decreto 706/1999, de 30 de abril, de adaptación del Instituto de Crédito Oficial a la Ley 6/1997, de 14 de abril, de organización y funcionamiento de la Administración General del Estado y de aprobación de sus Estatutos, *BOE*, núm. 114, de 13 de mayo de 1999.

⁸⁵ Ley 38/2015, de 29 de septiembre, del sector ferroviario, *BOE* núm. 234, de 30 de septiembre de 2015.

cuya eficiencia viene garantizada, en buena medida, por el propio marco normativo que disciplina el mercado primario de valores.

A diferencia del crédito bancario, en el que el tipo de interés se fija en una negociación bilateral basada en los modelos internos de riesgo de la entidad y sus restricciones regulatorias, el procedimiento de *bookbuilding* en emisiones de bonos incorpora un mecanismo competitivo entre inversores institucionales. Durante la construcción del libro de órdenes, el colocador recoge indicaciones de demanda en términos de volumen y precio, lo que permite integrar información de mercado en la fijación del precio final. La frecuente sobresuscripción de las emisiones evidencia esta competencia entre inversores, cuya demanda agregada influye en la determinación del spread de emisión, configurando así un proceso de descubrimiento de precios más abierto y multilateral que el crédito bancario tradicional.⁸⁶

Como señalan Rodríguez Rojas y Sandoval Retamozo, esta relación directa entre emisor e inversor origina costes de fondeo relativamente menores al eliminar los costes de intermediación propios del canal bancario⁸⁷. La garantía jurídica de este mecanismo descansa en la obligación que la Directiva 2014/65/UE (MiFID II) impone al *bookrunner* de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad en el mejor interés de sus clientes⁸⁸, obligación ya analizada desde la perspectiva descriptiva en el apartado 3.2.2 de este trabajo, lo que impide al intermediario favorecer artificialmente condiciones de precio que beneficien a los inversores en detrimento del emisor. En el crédito bancario, esta alineación de incentivos no existe: la entidad acreedora fija las condiciones del préstamo en su propio interés, sin obligación legal de actuar en beneficio del prestatario.

El segundo mecanismo es la curva de tipos como referencia de precio. En el mercado de capitales, el *spread* de la emisión corporativa se fija sobre la curva de tipos libre de riesgo generada por las emisiones soberanas, lo que permite al emisor aprovechar las condiciones de mercado en ventanas de tipos reducidos para obtener financiación a coste mínimo. Esta ventana de oportunidad no existe en el crédito bancario, donde el margen

⁸⁶ Nikolova, S., Wang, L. y Wu, J., “Institutional allocations in the primary market for corporate bonds”, *Journal of Financial Economics*, vol. 137, n. 2, 2020, pp. 470–490, disponible en <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X20300404> (última consulta: 3 de marzo de 2026).

⁸⁷ Rodríguez Rojas, A. M. y Sandoval Retamozo, R. A., El rol de los inversionistas..., ob. cit., p. 8.

⁸⁸ Art. 24.1 Directiva 2014/65/UE.

del préstamo depende de las condiciones internas de cada entidad en el momento de la negociación y no de la dinámica agregada del mercado. La importancia de esta referencia soberana ha sido puesta de relieve por la doctrina, la existencia de una emisión soberana previa resulta necesaria para que las corporaciones puedan acceder al euromercado en condiciones competitivas, en la medida en que define los parámetros de referencia de la emisión.⁸⁹

El tercer mecanismo es especialmente relevante en entornos de tipos de interés variables: la posibilidad de emitir deuda a tipo fijo a largo plazo, accediendo a inversores institucionales con horizonte de inversión largo (fondos de pensiones, aseguradoras) que no pueden participar en el mercado de préstamos sindicados. Esta característica es particularmente valiosa para emisores de grado de inversión (*Investment Grade*), cuya calificación crediticia les permite acceder a una base inversora profunda y diversificada dispuesta a aceptar *spreads* reducidos a cambio de certeza en el rendimiento. La OCDE⁹⁰ ha documentado que la vida media de los bonos corporativos en el mercado europeo se ha extendido de 9,4 a 12,4 años en las dos últimas décadas, lo que evidencia que el DCM permite al emisor IG fijar su coste de financiación en niveles históricamente bajos con un horizonte de vencimiento que el crédito bancario no puede ofrecer. En entornos de tipos variables o al alza, esta capacidad de bloquear el tipo fijo a largo plazo mediante una emisión en el mercado de capitales se convierte en una ventaja estratégica de primer orden frente a la financiación bancaria, cuyo coste flotante traslada al emisor la incertidumbre de los movimientos del mercado monetario.

En suma, la optimización del coste de capital en el DCM no deriva de una sola causa, sino de la concurrencia de tres mecanismos estructurales: la competencia entre inversores en el *bookbuilding*, la referencia a la curva soberana como precio de equilibrio, y la capacidad de acceder a inversores de largo plazo y fijar el coste de financiación a tipo fijo en ventanas de mercado favorables. Los tres mecanismos son propios del mercado de capitales y carecen de equivalente en la financiación bancaria bilateral.

⁸⁹ Blanco, R., “Euro area government securities markets: recent developments and implications for market functioning”, *BIS Papers*, nº 12, Bank for International Settlements, Basilea, 2002, p. 68, disponible en: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap12d.pdf> (última consulta: 4 de marzo de 2026).

⁹⁰ Çelik, S., Demirtaş, G. e Isaksson, M., *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, OECD Capital Market Series, OECD Publishing, París, 2020, p. 17, disponible en: <https://www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-and-Monetary-Policy.htm> (última consulta: 4 de marzo de 2026).

6.2 EL RÉGIMEN DEL FOLLETO COMO VENTAJA JURIDICA ESTRUCTURAL

Existe una ventaja estructural del DCM frente a cualquier forma de financiación bancaria y de la cual se nutren el resto: la disciplina informativa impuesta por el régimen del folleto. Esta ventaja, lejos de ser una carga regulatoria para el emisor, es el mecanismo que hace posible la desintermediación y que explica, desde una perspectiva estrictamente jurídica, por qué el mercado de capitales puede ofrecer condiciones de financiación más eficientes que el crédito bilateral.

El núcleo normativo de esta disciplina reside en el Reglamento (UE) 2017/1129, de 14 de junio de 2017 y establece que el folleto contendrá la información necesaria y suficiente para que los inversores puedan hacer una evaluación informada de los activos, pasivos, situación financiera y perspectivas del emisor, así como de los derechos inherentes a los valores y los motivos de la emisión⁹¹. Esta obligación de divulgación completa, supervisada y aprobada por la CNMV⁹², no tiene equivalente en el régimen del préstamo sindicado o bilateral, donde la información intercambiada entre acreedor y deudor tiene carácter confidencial y no se somete a validación supervisora alguna.

La consecuencia jurídico-económica de esta asimetría es determinante. En la financiación bancaria, la entidad crediticia dispone de información sobre el emisor que no puede trasladar al mercado, lo que genera una prima de riesgo adicional que incorpora al margen del préstamo para compensar su incertidumbre. El folleto reduce estructuralmente esta asimetría al hacer accesible al conjunto de inversores institucionales la misma información que en el canal bancario quedaría circunscrita al acreedor bilateral, permitiendo que el mercado valore el riesgo del emisor con mayor precisión y exija una prima menor. González Méndez⁹³ (1997) puso de manifiesto, en relación con el mercado español, que la intervención de intermediarios en emisiones públicas genera efectos informativos positivos que se traducen en reacciones favorables del mercado ante el anuncio de emisiones de deuda, evidenciando que la publicidad del folleto tiene un impacto real y medible sobre el coste de financiación.

El artículo 7 del Reglamento 2017/1129 refuerza esta lógica al exigir la elaboración de un resumen en formato normalizado y comprensible para el inversor no especializado,

⁹¹ Art. 6 Reglamento (UE) 2017/1129.

⁹² Art. 20.1 Reglamento (UE) 2017/1129.

⁹³ González Méndez, V. M., "La valoración...", ob. cit., p. 28.

ampliando la base inversora más allá de lo que permite el canal bancario⁹⁴. A esta función informativa se añade la responsabilidad civil derivada del folleto, regulada en los artículos 38 y siguientes de la LMVSI, que hace responsables al emisor y al oferente de los daños causados por información incorrecta o incompleta. Esta responsabilidad constituye un mecanismo de disciplina de mercado que incentiva al emisor a publicar información veraz, reforzando la credibilidad de la emisión y la demanda en el *bookbuilding*. En el crédito bancario, la responsabilidad informativa del prestatario se canaliza a través de pactos bilaterales de representaciones y garantías sin supervisión pública ni publicidad frente a terceros, lo que reduce su eficacia como señal de calidad al mercado.

Finalmente, el régimen del folleto genera una ventaja concreta en la fase de admisión a negociación en mercados secundarios. Una vez admitidos los valores a cotización en un mercado regulado conforme a los artículos 43 y siguientes de la LMVSI, los instrumentos quedan integrados en el sistema de transparencia continua propio del mercado secundario, operado en España a través del SENAF y del SEND, lo que garantiza la liquidez del instrumento y permite al emisor obtener una referencia de precio para futuras emisiones bajo el mismo programa EMTN. Esta liquidez secundaria, inexistente en el préstamo bancario, reduce el diferencial de liquidez exigido por los inversores en sucesivas emisiones, abaratando el coste de capital de forma recurrente.

En definitiva, la obligación de publicar un folleto aprobado por la CNMV no constituye únicamente un requisito de cumplimiento normativo, sino el instrumento jurídico que hace posible la desintermediación financiera en el mercado de deuda. Al reducir la asimetría de información, ampliar la base inversora, generar responsabilidad civil como mecanismo de disciplina y dotar de liquidez secundaria a los instrumentos emitidos, el régimen del folleto convierte al DCM en una fuente de financiación estructuralmente más eficiente que el crédito bancario.

6.3 ANÁLISIS PRÁCTICO: EMISIONES REALES DE BANCO SANTANDER E IBERDROLA

El análisis jurídico y financiero desarrollado en los apartados precedentes encuentra su mejor verificación empírica en el examen de operaciones reales de emisión llevadas a cabo por dos de los emisores españoles más activos en el mercado internacional de deuda:

⁹⁴ Art. 7.1 Reglamento (UE) 2017/1129.

Banco Santander, como referente del segmento FIG, e Iberdrola, como referente del segmento corporativo. Ambos casos permiten ilustrar, con datos concretos de mercado, cómo los mecanismos descritos se articulan en la práctica y qué impacto producen en la estructura de capital y en las ratios financieras del emisor.

6.3.1 Banco Santander: emisión de bonos AT1 (noviembre 2023)

En noviembre de 2023, Banco Santander realizó su primera emisión de instrumentos AT1 del ejercicio, tras varios meses de cierre de mercado derivados de la decisión del regulador suizo de amortizar íntegramente los AT1 de Credit Suisse en el marco de su absorción por UBS en marzo de ese año, hecho que había generado una profunda perturbación en el mercado global de CoCos. La operación consistió en la emisión de dos tramos de bonos perpetuos contingentemente convertibles por un importe total de 2.500 millones de dólares: un primer tramo de 1.150 millones con *call* a 5,5 años y un segundo tramo de 1.350 millones con *call* a 10 años, ambos con un cupón fijado en el 9,625%⁹⁵.

Desde el punto de vista técnico, los instrumentos cumplen los requisitos del artículo 52 del Reglamento (UE) n.º 575/2013 (CRR) para su cómputo como capital adicional de nivel 1 (AT1). Son instrumentos perpetuos sin fecha de vencimiento, con un mecanismo de absorción de pérdidas activado cuando la ratio CET1 del grupo desciende por debajo del umbral del 5,125% sobre activos ponderados por riesgo, conforme al artículo 54 CRR. Al cierre del tercer trimestre de 2023, la ratio CET1 *fully loaded* del grupo se situaba en el 12,3%⁹⁶, lo que implicaba un margen de 718 puntos básicos sobre el *trigger* de conversión, evidenciando la solidez del colchón de capital de la entidad y la baja probabilidad de activación del mecanismo de absorción.

El impacto en las ratios financieras de la emisión es directo y verificable. Al computar como fondos propios regulatorios de nivel 1 conforme al CRR, los 2.500 millones de dólares captados refuerzan el ⁹⁷ratio de capital de nivel 1 del grupo sin dilución del capital ordinario (CET1), permitiendo a Santander mantener el cumplimiento del requisito

⁹⁵ Banco Santander, *Prospectus Supplement – AT1 Nov 2023, PerpNC10 (ISIN US05971KAQ22)*, 2023, disponible en: <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/emisiones/documentos/em-us05971kaq22-at1-nov-2023-PerpNC10-es.pdf> (última consulta: 5 de marzo de 2026).

⁹⁶ Banco Santander S.A., *Report prepared by the Executive Committee of Banco Santander, S.A. on the issue of contingently convertible preferred securities (AT1 November 2023)*, 2023, p. 3, disponible en: <https://www.santander.com/content/dam/santander-com/en/documentos/emisiones/documentos/em-US05971KAQ22-directors-report-at1-november-2023-en.pdf> (última consulta: 5 de marzo de 2026).

⁹⁷ Banco Santander, S.A., *Report prepared by the Executive...*, ob. cit.

mínimo del 6% exigido por el artículo 92.1.b) CRR y de los requisitos adicionales de Pilar 2 fijados por el BCE en el marco del proceso SREP. La demanda total captada en el proceso de *bookbuilding* alcanzó los 8.000 millones de dólares, más de tres veces el importe emitido, lo que evidencia el poder de la competencia entre inversores como mecanismo de optimización del precio. Ningún instrumento bancario bilateral podría haber cumplido la función de refuerzo de capital AT1 que cumplió esta emisión, porque, como se ha expuesto, solo los instrumentos emitidos en el mercado de capitales con las características del artículo 52 CRR son elegibles como fondos propios regulatorios de nivel 1.

6.3.2 Iberdrola: programa de bonos híbridos verdes (2021–2024)

Iberdrola constituye el caso de referencia del segmento corporativo español en el mercado de híbridos. La compañía ha desarrollado entre 2021 y 2024 un programa sistemático de emisiones de bonos híbridos verdes que permite ilustrar, con datos reales, las ventajas de optimización del coste de capital y de mejora del perfil crediticio analizadas en los apartados anteriores.

La operación inaugural del periodo fue la emisión de febrero de 2021, la mayor emisión de bonos híbridos verdes de la historia hasta esa fecha, por un importe de 2.000 millones de euros estructurada en dos tramos: un primer tramo con cupón del 1,45% y un segundo tramo con cupón del 1,825%, ambos los más bajos alcanzados por el grupo hasta ese momento para este tipo de instrumento. La demanda superó los 10.000 millones de euros, más de cinco veces el importe emitido, con participación de más de 380 inversores institucionales cualificados de múltiples nacionalidades. Los fondos obtenidos se destinaron a financiar los parques eólicos *offshore* de Saint Briec (Francia) y Baltic Eagle (Alemania), en el marco del plan de inversión de 75.000 millones de euros del grupo para 2020-2025.⁹⁸

La emisión de enero de 2023 consolidó esta estrategia: Iberdrola colocó 1.000 millones de euros con cupón del 4,875%, aprovechando una ventana de mercado favorable para refinanciar el bono híbrido emitido en 2017. La demanda alcanzó los 7.000 millones de euros, siete veces la oferta, con participación de aproximadamente 360 inversores

⁹⁸ Iberdrola, “Iberdrola completes largest green hybrid bond issue in history for €1 billion”, disponible en: <https://www.iberdrola.com/press-room/news/detail/iberdrola-completes-largest-green-hybrid-bond-issue-history-billion-euros> (última consulta: 5 de marzo de 2026).

cualificados principalmente europeos.⁹⁹ En agosto de 2024 Iberdrola regresó al mercado con una nueva emisión de 800 millones de euros con cupón del 4,25%, la operación híbrida más competitiva del grupo en tres años, con una sobredemanda de 3,75 veces el importe emitido.¹⁰⁰

En todos estos casos, el impacto sobre las ratios financieras de la compañía responde al mecanismo descrito en el apartado 5.2.2 de este trabajo: en aplicación de la metodología de las principales agencias de calificación, los híbridos emitidos computan al 50% como capital, lo que permite a Iberdrola mantener su volumen de híbridos vivos en torno a los 8.250 millones de euros y mejorar sus métricas de apalancamiento sin necesidad de ampliar capital ordinario. Iberdrola ha confirmado expresamente en sus comunicaciones al mercado que esta estructura contribuye a mantener las calificaciones crediticias¹⁰¹ del grupo, conectando la función jurídica del instrumento, su subordinación contractual como valor negociable conforme a la LMVSI y al TRLC, con su efecto directo sobre las ratios de solvencia del emisor.

A diferencia de lo que ocurre con Santander, donde la emisión AT1 viene exigida por la normativa prudencial del CRR, la decisión de Iberdrola de recurrir al mercado de híbridos responde a una elección estratégica voluntaria: la compañía podría financiar su plan de inversión mediante crédito bancario sindicado o mediante ampliaciones de capital, pero el DCM le permite obtener financiación a largo plazo a tipo fijo, con tratamiento parcial de capital por las agencias y con acceso a una base inversora de entre 300 y 400 inversores institucionales cualificados, condiciones que ningún instrumento bancario bilateral puede ofrecer de forma conjunta. Este caso ilustra con claridad la proposición central de este capítulo: las ventajas del DCM frente a la financiación bancaria son tanto estructurales como jurídicas, y su eficiencia queda verificada por la práctica reiterada de los emisores más sofisticados del mercado español.

⁹⁹ Iberdrola, “Iberdrola issues €1 billion in green hybrid bonds”, disponible en: <https://www.iberdrola.com/press-room/news/detail/iberdrola-issues-1-billion-euros-in-green-hybrid-bonds> (última consulta: 5 de marzo de 2026).

¹⁰⁰ Iberdrola, “Iberdrola places €800 million hybrid green bond”, disponible en: <https://www.iberdrola.com/press-room/news/detail/iberdrola-places-800-million-hybrid-green-bond> (última consulta: 5 de marzo de 2026).

¹⁰¹ Iberdrola, “Iberdrola places €800 million hybrid green bond”, ob. cit.

7. CONCLUSIONES

7.1 PRINCIPALES HALLAZGOS

El presente trabajo ha partido de la hipótesis de que las ventajas del *Debt Capital Market* frente a la financiación bancaria no son de naturaleza meramente financiera o coyuntural, sino que tienen una causa jurídica estructural: es el propio ordenamiento del mercado de valores el que hace posible la desintermediación, la competencia entre inversores y la transparencia informativa que permiten al emisor obtener financiación en condiciones más eficientes que las que ofrece el canal bancario bilateral. El análisis realizado permite confirmar esta hipótesis con fundamento normativo y empírico.

El primer hallazgo esencial es que el régimen del folleto, articulado en torno al Reglamento (UE) 2017/1129, constituye la ventaja jurídica estructural que sustenta y explica el resto de las ventajas del DCM. La obligación de divulgación completa, supervisada por la CNMV y sometida a responsabilidad civil en virtud de los artículos 38 y siguientes de la LMVSI, reduce de forma estructural la asimetría de información entre emisor e inversor, ampliando la base inversora y disciplinando el coste de financiación de una manera que el crédito bancario bilateral (donde la información permanece confidencial y sin validación supervisora) no puede replicar. Esta función no es accesoria al mercado de capitales: es el mecanismo que lo hace posible.

El segundo hallazgo es que el proceso de *bookbuilding*, regulado por la Directiva 2014/65/UE (MiFID II), incorpora un mecanismo de formación de precios competitivo y multilateral que carece de equivalente en la financiación bancaria. La obligación del *bookrunner* de actuar con honestidad e imparcialidad en el mejor interés del cliente, unida a la referencia de la curva de tipos soberana como *benchmark* de precio, permite al emisor aprovechar ventanas de mercado para fijar su coste de financiación a tipo fijo y a largo plazo, obteniendo condiciones que la negociación bilateral bancaria, guiada por el interés propio del acreedor, no puede ofrecer.

El tercer hallazgo, de especial relevancia en el segmento financiero, es que el régimen prudencial y resolutivo derivado del Reglamento (UE) n.º 575/2013 (CRR) y de la Directiva 2014/59/UE (BRRD) ha generado una demanda estructural de instrumentos (AT1, Tier 2, MREL) que solo pueden emitirse a través del DCM. El análisis de la emisión AT1 de Banco Santander de noviembre de 2023 lo ilustra con claridad: la entidad no

acudió al mercado de capitales por elección estratégica, sino porque el CRR impone la forma jurídica del instrumento y exige su distribución entre inversores institucionales cualificados bajo el régimen de oferta pública. El DCM, en este contexto, deja de ser una alternativa a la financiación bancaria para convertirse en un mecanismo estructural del sistema financiero cuyo uso es normativamente necesario.

El cuarto hallazgo queda acreditado por el análisis del caso Iberdrola y su programa de bonos híbridos verdes entre 2021 y 2024. A diferencia de Santander, la decisión de Iberdrola de recurrir al DCM responde a una elección estratégica voluntaria: la compañía podría haberse financiado mediante crédito sindicado o mediante ampliaciones de capital, pero el DCM le permite obtener financiación a tipo fijo a largo plazo, con tratamiento parcial de capital por las agencias de calificación y con acceso a una base inversora de entre 300 y 400 inversores institucionales cualificados, condiciones que ningún instrumento bancario bilateral puede ofrecer de forma conjunta. Ambos casos verifican empíricamente que las ventajas del DCM son tanto estructurales como jurídicas.

En definitiva, el análisis realizado permite concluir que el DCM se configura como un pilar fundamental de la arquitectura financiera contemporánea cuya eficiencia descansa, en último término, en el marco jurídico que lo disciplina: sin el régimen del folleto no habría desintermediación; sin MiFID II no habría bookbuilding competitivo; sin el CRR y la BRRD no habría demanda estructural de ciertos instrumentos. El Derecho del mercado de valores no limita las posibilidades de financiación del DCM, sino que las constituye.

7.2 LIMITACIONES DEL ESTUDIO

Como todo trabajo de investigación académica, el presente estudio está sujeto a un conjunto de limitaciones que conviene exponer con el fin de contextualizar adecuadamente sus conclusiones y orientar investigaciones futuras.

La primera limitación es el alcance territorial del análisis. El trabajo ha tomado como marco de referencia el ordenamiento europeo y español, en particular el Reglamento (UE) 2017/1129, la Directiva MiFID II, el CRR y la BRRD, así como la Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Este enfoque, si bien coherente con el objeto del trabajo, impide extraer conclusiones directamente aplicables a jurisdicciones con marcos normativos sustancialmente distintos. A modo ilustrativo, cabe señalar que el

mercado estadounidense opera bajo un régimen radicalmente diferente: la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934, bajo supervisión de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), configuran un sistema en el que la Regla 144A¹⁰² permite la colocación privada de valores entre inversores institucionales cualificados (*Qualified Institutional Buyers*) sin necesidad de registro previo ante la SEC, agilizando notablemente los tiempos de ejecución y reduciendo los costes administrativos. Esta figura no tiene equivalente directo en el ordenamiento europeo, donde incluso las colocaciones dirigidas exclusivamente a inversores profesionales deben cumplir determinadas obligaciones formales derivadas del Reglamento de Folletos. Esta divergencia limita la extrapolación de las conclusiones aquí alcanzadas a contextos normativos distintos del analizado.

La segunda limitación es de carácter metodológico y afecta al alcance del análisis empírico. Gran parte de la información relativa a las condiciones concretas de las emisiones (*spreads* de colocación, composición detallada del libro de órdenes, condiciones de la debida diligencia) no es pública. El análisis se ha apoyado en los prospectos disponibles, en las comunicaciones al mercado de los emisores y en fuentes doctrinales, pero la ausencia de datos granulares introduce un margen de incertidumbre en las afirmaciones de carácter comparativo.

La tercera limitación es la volatilidad del marco normativo de referencia. El análisis se ha realizado sobre la regulación vigente a la fecha de conclusión del trabajo, pero el entorno regulatorio del DCM está en proceso de transformación activa: la implementación completa de Basilea III final (CRR III/CRD VI), la evolución del Estándar de Bonos Verdes Europeo y la revisión del Reglamento de Folletos en el marco de la Unión de Mercados de Capitales pueden alterar en el corto plazo las condiciones jurídicas que este trabajo ha analizado.

¹⁰² U.S. Securities and Exchange Commission, *17 C.F.R. § 230.144A – Private resales of securities to institutions*, Code of Federal Regulations, Title 17, Chapter II, disponible en: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/section-230.144A> (última consulta: 6 de marzo de 2026).

7.3 LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN

Los hallazgos y limitaciones del presente trabajo apuntan a un conjunto de líneas de investigación que merecen ser exploradas con mayor profundidad y que podrían enriquecer el conocimiento jurídico sobre los mercados de capitales de deuda.

La línea de investigación más relevante es la relativa a los denominados *bonos verdes* (*green bonds*), esto es, instrumentos de deuda cuya particularidad reside en que los fondos captados deben destinarse exclusivamente a financiar proyectos con impacto medioambiental positivo, tales como energías renovables, eficiencia energética o transporte sostenible¹⁰³. A diferencia de un bono convencional, en el que el emisor puede destinar libremente el capital obtenido, el bono verde incorpora un compromiso de afectación de fondos que el inversor puede verificar y que, en el marco del Reglamento (UE) 2023/2631, queda sujeto a revisión por un tercero independiente registrado ante la ESMA¹⁰⁴.

El caso Iberdrola analizado en este trabajo evidencia la relevancia práctica de estos instrumentos: la compañía recurrió al mercado de capitales para financiar su plan de inversión en energías renovables mediante sucesivas emisiones de bonos híbridos verdes, accediendo a una base inversora con preferencias medioambientales que habría resultado inaccesible a través del canal bancario tradicional¹⁰⁵. Sin embargo, el marco normativo que disciplina estos instrumentos se encuentra en un estado de consolidación incipiente. El Reglamento (UE) 2023/2631, por el que se establece el Estándar de Bonos Verdes Europeo (en adelante, EuGB), ha entrado en aplicación en diciembre de 2024 e introduce, por primera vez, un régimen voluntario, pero plenamente normado para la verificación de la alineación de las emisiones con la Taxonomía Verde de la UE¹⁰⁶.

El análisis jurídico sistemático de este estándar (sus requisitos de asignación de fondos, la figura del revisor externo y el régimen de responsabilidad del emisor) constituye una

¹⁰³ Reglamento (UE) 2023/2631 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de noviembre de 2023, sobre los bonos verdes europeos y la divulgación de información opcional para los bonos comercializados como medioambientalmente sostenibles y para los bonos vinculados a la sostenibilidad, DOUE L 2631, de 30 de noviembre de 2023, art. 3, disponible en: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302631 (última consulta: 6 de marzo de 2026).

¹⁰⁴ Art. 22 Reglamento (UE) 2023/2631.

¹⁰⁵ Iberdrola, “Iberdrola issues €1 billion in green hybrid bonds”, disponible en: <https://www.iberdrola.com/press-room/news/detail/iberdrola-issues-1-billion-euros-in-green-hybrid-bonds> (última consulta: 5 de marzo de 2026).

¹⁰⁶ Considerando 3 del Reglamento (UE) 2023/2631.

aportación académica de gran relevancia práctica. Igualmente, el estudio del denominado *greenium* (la prima que los inversores están dispuestos a pagar por un bono verde frente a un bono convencional de idénticas características financieras, que se traduce en un menor coste de financiación para el emisor) desde una perspectiva jurídica, analizando en qué medida la certificación normativa incide en la formación de ese diferencial de precio, representa un campo prácticamente inexplorado en la doctrina española¹⁰⁷.

Una segunda línea de investigación de interés se centra en el análisis del régimen jurídico del mercado de deuda digital. La Comisión Europea ha impulsado, a través del Reglamento (UE) 2022/858 sobre un régimen piloto de infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro distribuido (DLT), un marco experimental para la emisión y negociación de instrumentos financieros tokenizados.¹⁰⁸ La posibilidad de emitir bonos digitales mediante tecnología *blockchain* plantea interrogantes jurídicos de primer orden: la naturaleza del token como valor negociable, el régimen de representación mediante anotaciones en cuenta, la aplicabilidad del Reglamento de Folletos y la protección del inversor en un entorno descentralizado. Este ámbito, en rápida evolución regulatoria, representa una oportunidad de análisis jurídico de gran proyección.

En suma, el *Debt Capital Market* se presenta como un campo de estudio jurídico dinámico, en constante evolución normativa, cuyos desafíos regulatorios inmediatos (la sostenibilidad y digitalización) ofrecen un terreno fértil para la investigación académica en los próximos años.

¹⁰⁷ Zerbib, O. D., “The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 98, 2019, pp. 39–60, disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426618302243> (última consulta: 6 de marzo de 2026).

¹⁰⁸ Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 2022, relativo a un régimen piloto para infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 909/2014 y la Directiva 2014/65/UE, *DOUE* L 151, de 2 de junio de 2022, art. 3.1 b).

8. BIBLIOGRAFÍA

1. DOCTRINA

- Altunbaş, Y., Kara, A. y Marques-Ibanez, D., *Large debt financing: Syndicated loans versus corporate bonds*, ECB Working Paper Series, nº 1028, European Central Bank, Frankfurt, 2009.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA), *Prudential Relevance Report. Pillar 3 2022*, BBVA, 2023.
- Banco de España, *Corporate bond issuance during the COVID-19 pandemic*, Boletín Económico, 2021.
- Banco Santander, S.A., *Report prepared by the Executive Committee of Banco Santander, S.A. on the issue of contingently convertible preferred securities (AT1 November 2023)*, 2023.
- Banco Santander, *Prospectus Supplement — AT1 Nov 2023, PerpNC10 (ISIN US05971KAQ22)*, 2023.
- Bank for International Settlements (BIS), *Corporate Bond Markets: A Global Perspective*, CGFS Papers No. 44, marzo 2013.
- Barreto Quineche, P., "La emisión de instrumentos representativos de deuda", *Ius et Veritas*, 1999, núm. 18, pp. 182–193.
- Basel Committee on Banking Supervision, *Definition of capital in Basel III — Executive Summary*, Bank for International Settlements (BIS), 2010.
- Blanco, R., "Euro area government securities markets: recent developments and implications for market functioning", *BIS Papers*, nº 12, Bank for International Settlements, Basilea, 2002.
- Çelik, S., Demirtaş, G. e Isaksson, M., *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, OECD Capital Market Series, OECD Publishing, París, 2020.
- Clifford Chance, "España crea la deuda ordinaria no preferente (Senior Non-Preferred Debt)", 23 de junio de 2017.
- Cuatrecasas, "Legal Flash: RDL 24/2021 — Transposición Directiva Covered Bonds", 16 de enero de 2026.
- European Central Bank, *Economic Bulletin, Issue 2/2022*, 17 de febrero de 2022.

- Fabozzi, Frank J., *Fixed Income Analysis*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Hoboken (New Jersey), 2007.
- González Méndez, V. M., "La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones", *Investigaciones Económicas*, vol. XXI, n.º 1, 1996, pp. 111-142.
- Holm-Hadulla, F., Musso, A., Nicoletti, G. y Tujula, M., "Firm debt financing structures and the transmission of shocks in the euro area", *ECB Economic Bulletin*, Issue 4/2022, European Central Bank, 23 de junio de 2022.
- Martínez García, G., *Evolución de los mercados de renta fija en España*, Trabajo Fin de Grado, Universidad Pontificia Comillas, Madrid, 2019.
- Morgan Stanley, *2023 Global Investment Strategy Outlook: A Year for Yield*, Morgan Stanley, 22 de noviembre de 2022.
- Neuberger Berman, *The Corporate Hybrid Market — A High-Quality Opportunity in a Low-Rate Environment*, Insights Q4 2022, 2022.
- Nikolova, S., Wang, L. y Wu, J., "Institutional allocations in the primary market for corporate bonds", *Journal of Financial Economics*, vol. 137, n. 2, 2020, pp. 470-490.
- OECD, *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy* (OECD Capital Market Series), Organisation for Economic Co-operation and Development, 2020.
- Rodríguez Rojas, A. M. y Sandoval Retamozo, R. A., *El rol de los inversionistas, emisores, bancos, agencias calificadoras y reguladores en los debt capital markets*, Trabajo de Suficiencia Profesional para optar al título de Licenciado en Economía, Universidad del Pacífico, Lima, 2021.
- Vázquez Cueto, J. C., "La emisión de valores de deuda por las sociedades de responsabilidad limitada: licitud y competencia orgánica a la luz de las recientes reformas legislativas", documento doctrinal, Universidad de Sevilla.
- Verona Martel, M. C., "El rating en España", *Journal do Técnico de Contas e da Empresa*, nº 449, marzo 2003, pp. 83-88.
- Zerbib, O. D., "The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds", *Journal of Banking & Finance*, vol. 98, 2019, pp. 39-60.

2. RECURSOS DE INTERNET

- BBVA CIB, "El mercado de emisiones de bonos (DCM): ¿qué es y cómo funciona?", 20 de mayo de 2024 (disponible en <https://www.bbvacib.com/es/insights/news/el-mercado-de-emisiones-de-bonos-dcm-que-es-y-como-funciona/>; última consulta: 1 de marzo de 2026).
- European Central Bank, "Asset purchase programmes" (disponible en <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>; última consulta: 25 de febrero de 2026).
- Iberdrola, "Iberdrola completes largest green hybrid bond issue in history for €1 billion" (disponible en <https://www.iberdrola.com/press-room/news/detail/iberdrola-completes-largest-green-hybrid-bond-issue-history-billion-euros>; última consulta: 5 de marzo de 2026).
- Iberdrola, "Iberdrola issues €1 billion in green hybrid bonds" (disponible en <https://www.iberdrola.com/press-room/news/detail/iberdrola-issues-1-billion-euros-in-green-hybrid-bonds>; última consulta: 5 de marzo de 2026).
- Iberdrola, "Iberdrola places €800 million hybrid green bond" (disponible en <https://www.iberdrola.com/press-room/news/detail/iberdrola-places-800-million-hybrid-green-bond>; última consulta: 5 de marzo de 2026).
- Tesoro Público, "Letras del Tesoro", Tesoro Público — Gobierno de España (disponible en <https://www.tesoro.es/deuda-publica/los-valores-del-tesoro/letras-del-tesoro>; última consulta: 6 de marzo de 2026).
- U.S. Securities and Exchange Commission, 17 C.F.R. § 230.144A — Private resales of securities to institutions (disponible en <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/section-230.144A>; última consulta: 6 de marzo de 2026).

3. LEGISLACIÓN

A) Normativa española

- Constitución Española, de 27 de diciembre de 1978 (*BOE* núm. 311, de 29 de diciembre de 1978).

- Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas (LOFCA) (*BOE* núm. 236, de 1 de octubre de 1980).
- Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria (*BOE* núm. 284, de 27 de noviembre de 2003).
- Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (*BOE* núm. 156, de 27 de junio de 2014).
- Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (*BOE* núm. 146, de 19 de junio de 2015).
- Real Decreto 706/1999, de 30 de abril, de adaptación del Instituto de Crédito Oficial a la Ley 6/1997, de 14 de abril, de organización y funcionamiento de la Administración General del Estado y de aprobación de sus Estatutos (*BOE*, núm. 114, de 13 de mayo de 1999).
- Ley 7/2020, de 13 de noviembre, para la transformación digital del sistema financiero (*BOE* núm. 298, de 14 de noviembre de 2020).
- Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI) (*BOE* núm. 66, de 18 de marzo de 2023).
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) (*BOE* núm. 161, de 3 de julio de 2010).
- Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal (*BOE* núm. 127, de 7 de mayo de 2020).
- Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (*BOE* núm. 267, de 7 de noviembre de 2015).
- Real Decreto-ley 11/2017, de 23 de junio, de medidas urgentes en materia financiera (*BOE* núm. 149, de 23 de junio de 2017).
- Real Decreto-ley 24/2021, de 2 de noviembre, de transposición de directivas de la Unión Europea en las materias de bonos garantizados, distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva, datos abiertos y reutilización de la información del sector público, ejercicio de derechos de accionistas de sociedades cotizadas en las relaciones entre intermediarios y emisores, extraterritorialidad de

la normativa de la Unión Europea, y actuación de entidades de contrapartida central (*BOE* núm. 263, de 3 de noviembre de 2021).

- Real Decreto Legislativo 706/1999, de 30 de abril, por el que se aprueba el Estatuto Legal del Instituto de Crédito Oficial (*BOE* núm. 104, de 1 de mayo de 1999).
- Ley 38/2015, de 29 de septiembre, del sector ferroviario (*BOE* núm. 234, de 30 de septiembre de 2015).

B) Normativa europea

- Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II) (*DOUE* L 335, de 17 de diciembre de 2009).
- Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión (CRD IV) (*DOUE* L 176, de 27 de junio de 2013).
- Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos (*DOUE* L 173, de 12 de junio de 2014).
- Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (BRRD) (*DOUE* L 173, de 12 de junio de 2014).
- Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (MiFID II) (*DOUE* L 173, de 12 de junio de 2014).
- Directiva (UE) 2017/2399 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en lo que respecta al orden de prioridad de los instrumentos de deuda no garantizada en caso de insolvencia (BRRD II) (*DOUE* L 345, de 27 de diciembre de 2017).
- Directiva (UE) 2019/879 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019 (BRRD II) (*DOUE* L 150, de 7 de junio de 2019).

- Directiva (UE) 2019/2162 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la emisión y la supervisión pública de bonos garantizados (*DOUE* L 328, de 18 de diciembre de 2019).
- Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia (*DOUE* L 302, de 17 de noviembre de 2009).
- Reglamento (UE) n.º 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia (*DOUE* L 146, de 31 de mayo de 2013).
- Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (CRR) (*DOUE* L 176, de 27 de junio de 2013).
- Reglamento (UE) n.º 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.º 648/2012 (MiFIR) (*DOUE* L 173, de 12 de junio de 2014).
- Reglamento (UE) n.º 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución (SRM) (*DOUE* L 225, de 30 de julio de 2014).
- Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (ESMA) (*DOUE* L 331, de 15 de diciembre de 2010).
- Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (*DOUE* L 168, de 30 de junio de 2017).
- Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 2022, relativo a un régimen piloto para infraestructuras del mercado basadas en la tecnología de registro descentralizado (*DOUE* L 151, de 2 de junio de 2022).

- Reglamento (UE) 2023/2631 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de noviembre de 2023, sobre los bonos verdes europeos y la divulgación de información opcional para los bonos comercializados como medioambientalmente sostenibles (*DOUE L*, de 30 de noviembre de 2023).