



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**
FACULTAD DE ECONOMÍA
Y FINANZAS

ECONOMÍA

**Préstamos versus bonos, ventajas y desventajas de cada tipo de deuda
desde el punto de vista de la empresa**

**Trabajo de suficiencia profesional presentado para optar al Título Profesional de
Licenciado en Economía**

**Presentado por
Alonso del Río Arreluce**

Lima, Enero 2021

RESUMEN

Uno de los principales problemas de toda empresa es contar con el financiamiento suficiente para mantenerse en funcionamiento e invertir en transformar estos recursos monetarios en bienes o servicios que les brinde un retorno, en línea con esto la mayoría de las veces los recursos internos no solo son insuficientes, sino que menos aconsejables. Es por esto que en su mayoría se suele recurrir a financiamiento bancario (préstamos tradicionales o sindicados) y/o a emisión de deuda mediante bonos. Cabe resaltar que ambos instrumentos no son mutuamente excluyentes por lo cual una firma bajo determinadas condiciones podrá optar por ambos.

La hipótesis central de este documento radica en que existen una serie de factores tanto internos: como el plazo de financiamiento, tamaño de la empresa, entre otros. Así como: factores externos como el riesgo país, programas de gobierno, entre otros inciden en la decisión de financiamiento de una empresa, centrándose principalmente en entender las ventajas y desventajas que influyen en la elección de financiamiento de las empresas entre préstamos bancarios y bonos.

Finalmente, se concluye que empresas consolidadas, con buen historial crediticio, entre otros, tenderán a optar por emitir bonos. Asimismo, al ser los bonos soberanos del país de origen de la firma una referencia de la tasa mínima a la cual podrían acceder en el mercado de bonos, factores como el riesgo país, estabilidad política y económica, entre otros afectarán en la decisión del instrumento de deuda a elegir.

ABSTRACT

One of the main concerns of any business is to secure enough funding to keep running and invest in the transformation of these monetary resources into goods or services that provide them with a profit. Aligned with this most of the time internal resources are not only insufficient but less desirable, which is why most often resort to bank financing (traditional or syndicated loans) and / or debt issuance through bonds. It should be noted that both instruments are not mutually exclusive, so a firm under certain conditions may choose both.

The central hypothesis of this lies document that a number of factors both internal such as the payment terms, company size etc. as well as external factors such as sovereign risk, political and economic stability, among others that affect the financing decision of a business, focusing primarily on understanding the trade-offs that influence business how a firm choses it's financing method mainly between bank loans and bonds.

Finally, well established companies, with good credit history, among others, will tend to choose to issue bonds. However, since the sovereign bonds of the country of origin of the firm are a reference of the minimum rate to which they could access in the bond market, factors such as country risk, political and economic stability, among others, will affect the decision of the instrument of debt to choose.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN	2
TABLA DE CONTENIDO	3
INTRODUCCIÓN	4
I. MARCO TEÓRICO	5
1.1. Características de los préstamos bancarios y bonos.....	5
1.2. Factores internos de las firmas.....	6
1.3. Factores externos a las firmas	6
1.4. Teoría del Trade-off	6
Estatico	7
Dinámico	7
1.5. Teoría del Pecking order.....	7
II. EVIDENCIA EMPÍRICA	7
CONCLUSIONES	11
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	13

INTRODUCCIÓN

En el marco del estado de emergencia ocasionado por la pandemia del Covid-19, el gobierno dictó una serie de medidas con el objetivo de salvaguardar la salud de las personas, sin embargo estas disposiciones afectaron la capacidad de generar ingresos de las empresas, dificultando así el cumplimiento de la cadena de pagos.

En este contexto, se desplegó el programa “Reactiva Perú” para otorgar garantías a los créditos de las empresas en el sistema financiero, permitiendo así un crecimiento de 14% del crédito al sector privado a Setiembre (Banco Central de Reserva del Perú, 2020). Asimismo esto permitió una inyección de liquidez que se tradujo en el fortalecimiento de la posición patrimonial de las empresas, asegurando la cadena de pagos.

El financiamiento no solo es importante para que una empresa pueda mantener la cadena de pagos, y por ende su funcionamiento, sino también muchas veces es una limitante al crecimiento del negocio, esto ya que el capital propio no solo es menos preferido sino que muchas veces es insuficiente. Adicionalmente, la deuda provee de escudo fiscal por el pago de intereses/cupones, diversifica las fuentes de los recursos y por ende el riesgo. La disciplina de control financiero es necesaria para obtener un crédito y exigida para la emisión de bonos lo cual es saludable para una empresa. Por lo tanto el financiamiento no solo es necesario sino que también estratégico.

Estas necesidades de financiamiento se ven satisfechas principalmente de 3 maneras: créditos bancarios (tradicionales), prestamos privados no bancarios (Inversores Ángel, Family & Friends, etc.) y emisión de valores (acciones, bonos, entre otros).

En América Latina, el mayor crecimiento económico y las condiciones favorables de financiamiento externo con tasas de interés bajas han fomentado el crecimiento de las emisiones de bonos del sector privado en los mercados internacionales. Entre los años 1995 y 2015, el saldo de bonos de empresas financieras y corporaciones, solo en América Latina creció en 1,280% (Luna, Vega, & Castillo, 2015). Esto además se relaciona con una migración del financiamiento bancario hacia el financiamiento a través del mercado local (Tovar & Quispe-Agnoli, 2008).

Actualmente, a pesar que el mercado de capitales peruano se hace más relevante en el mercado de deuda, la participación de bonos en el financiamiento privado sigue siendo baja ya que existe una preferencia latente por el crédito bancario, adicionalmente, durante el 2020 las emisiones corporativas de bonos disminuyeron debido a la incertidumbre generada en los mercados financieros internacionales, la menor demanda por parte de los inversionistas institucionales y por las opciones de financiamiento a través de programas estatales.

En el presente trabajo se explicarán tanto los factores internos como externos que influyen al momento de tomar la decisión. El presente documento tiene como objetivo centrarse en entender

las ventajas y desventajas que influyen en la elección de financiamiento de las empresas entre préstamos bancarios y bonos. La hipótesis planteada es que factores internos como el plazo de financiamiento, tamaño de la empresa entre otros; y factores externos: como el riesgo país, programas de gobierno, entre otros explican la elección de uno u otro tipo de deuda.

El documento se organiza de la siguiente manera, en la primera sección se desarrolla el marco teórico, con el cual se busca modelar el proceso de toma de decisión de una empresa mediante el cual eligen su financiamiento, explicando los factores que probablemente influyan en esta decisión, haciendo hincapié entre a las ventajas y desventajas entre préstamos y bonos. En la segunda sección se presenta evidencia empírica para comprobar los supuestos planteados anteriormente, profundizando en aquella encontrada en la literatura para distintas economías y ámbitos. Finalmente se presentan las conclusiones.

I. MARCO TEÓRICO

1.1. Características de los préstamos bancarios y bonos

A manera de inicio, es bueno conocer las características de los préstamos bancarios y bonos. Se entiende por crédito bancario al instrumento de deuda corto y mediano plazo (entre 3 meses y 5 años) regulado por un contrato mediante el cual un banco pone a disposición de un cliente un determinado monto de dinero. Estas transacciones suelen ser pequeñas cuando se trata de un solo banco y medianas en el caso de préstamos sindicados (participan un conjunto de entidades) y suelen estar indexadas a la tasa de referencia LIBOR (no es una tasa de interés fija).

Entre las ventajas de este instrumento encontramos la relación cercana impulsada por el banco, certeza de los fondos y precios, acceso tanto al mercado nacional como internacional, flexibilidad de prepago o reestructuración y finalmente que no es necesario presentar calificaciones públicas.

Por el lado de las desventajas encontramos que este instrumento está limitado a los bancos como inversores, plazos más cortos, pactos más estrictos, consume línea de crédito que usualmente se destinaría para otros fines y suelen ser más costosos que los bonos al tener tasas de interés más altas ya que incorporan en su estructura diversos costos operacionales, riesgo y rentabilidad.

A diferencia de los préstamos bancarios, los bonos son instrumentos de largo plazo (usualmente entre 7 y 30 años), *deep pockets* (montos mayores a US\$ 250 millones) y al ser el riesgo menor, las tasas de interés (y por ende el costo del préstamo) suele ser más bajo. Asimismo el hecho de participar en el mercado de bonos da señales de buena reputación debido al escrutinio al que se deben someter las empresas ya que deben tener 2 ratings públicos, sin embargo estos representan costos hundidos.

Entre las ventajas de este instrumento encontramos el alto perfil y acceso a cuentas globales, largos periodos de maduración, menores tasas de interés en comparación con los préstamos bancarios, bajas restricciones de uso del capital obtenido y un mercado transable.

Por el lado de las desventajas, encontramos la necesidad de reportar información tanto financiera como estratégica conocida como *open kimono* puesto que esto se considera como una pérdida de privacidad y limitante a su libertad de gestión así como los costos que implica al tener que instaurar un área de relaciones con el inversionista, costos asociados a la emisión (legales, especialmente para primeros emisores), presentan una baja flexibilidad de reestructuración y el desembolso demora más (8 -9 semanas para primeros emisores, 5 – 6 para emisores recurrentes).

Cabe resaltar que el precio al que transan los bonos suele ser un reflejo de la percepción del mercado sobre la situación de la empresa, capacidad de pago y las expectativas sobre esta.

1.2. Factores internos de las firmas

La situación financiera, tamaño de la empresa, entre otros son factores internos entendiendo así a aquellos sobre los cuales las firmas tienen control. Fama & French, 2002, encontraron que existen relaciones positivas entre el apalancamiento y el tamaño de la empresa, y entre el pago de dividendos y el tamaño. Si las empresas más grandes tienen ganancias y flujos de efectivo netos menos volátiles, estos resultados están en línea con el efecto negativo de la volatilidad en la tasa de pago y el apalancamiento.

1.3. Factores externos a las firmas

Existe una serie de factores externos a la empresa los cuales pueden incidir de manera directa o indirecta en su decisión de financiarse mediante préstamos o bonos. Dentro de una economía los bonos considerados más seguros y por ende acarrearán una menor tasa de interés son aquellos emitidos por el gobierno (bonos soberanos) cuya tasa se ve influenciada por el riesgo país, estabilidad política, variables macroeconómicas entre otros, por lo tanto estos pueden tomados como referencia de la tasa mínima a la cual una empresa podría acceder, por lo tanto firmas de países en desarrollo con poca estabilidad política y económica tenderán a preferir el financiamiento bancario.

1.4. Teoría del Trade-off

Myers en 1976 concluye que el monto de deuda que una compañía mantiene es aquel que maximiza el valor de mercado de esta. En 2002, Fama & French profundizaron el modelo y encontraron que las fuerzas principales de este modelo eran: los costos esperados de la quiebra, impuestos (escudo fiscal), costos de agencia y costos de ajuste financiero (en modelos dinámicos).

Frank & Goyal en el año 2007 definen dos aplicaciones de este modelo las cuales revisaremos a continuación.

Estatico

“Se dice que una empresa sigue la teoría de la compensación estática si el apalancamiento de la empresa está determinado por una compensación de un solo período entre los beneficios fiscales de la deuda y los costos de peso muerto de la quiebra.” (Frank & Goyal, 2007)

Dinámico

“Se dice que una empresa exhibe un comportamiento de ajuste objetivo si la empresa tiene un nivel objetivo de apalancamiento y si las desviaciones de ese objetivo se eliminan gradualmente con el tiempo.” (Frank & Goyal, 2007)

1.5. Teoría del Pecking order

En 1984, Myers, encontró limitaciones en la teoría estática del trade-off ya que si bien suena moderada y plausible a la vez que internaliza un ratio óptimo de deuda, los coeficientes de deuda varían ampliamente dentro de un grupo de empresas similares debido a que estas o se desvían mucho de sus objetivos o estos mismos dependen de factores que aún no se han reconocido o comprendido. Por este motivo, el autor optó por desarrollar una nueva teoría partiendo de la asimetría de la información y agregando únicamente los elementos de la teoría del trade-off estático con un soporte empírico.

La teoría del “pecking order” (jerarquía) sostiene que existe una relación directa entre la asimetría de la información y el costo de financiamiento por lo tanto no existe un equilibrio de deuda sino que las empresas buscan incrementar sus inversiones utilizando una jerarquía de preferencias, por lo tanto, la forma de deuda de una empresa puede actuar como un claro indicador de las necesidades de financiamiento externo de una firma (Myers & Majluf, 1984). Asimismo, se postula que una compañía prefiere captar recursos primero de manera interna antes que emitir deuda o valores y entre estas dos últimas prefiere la emisión de bonos, esto último debido a que existe el riesgo de caer en el dilema de tener que elegir entre un proyecto con VAN positivo o emitir acciones a un precio considerado muy bajo.

II. EVIDENCIA EMPÍRICA

En la literatura financiera mayoritariamente se ha tendido a comparar las emisiones de bonos (sean locales o internacionales) con préstamos bancarios unilaterales, apartando de su análisis los créditos sindicados (o multilaterales) cuyas características, formas de colocación y aseguramiento se asemejan más al mercado de bonos (Martín Marín & Téllez Valle, 2011).

En 2011, Martín Marín & Téllez Valle, hallaron tres aspectos que ayudan a las empresas a decidir entre financiamiento bancario o a través de bonos, estos son: los costos de flotación de la emisión, la renegociación y liquidación de la operación y la asimetría de la información. El primero se refieren a que la emisión de bonos conlleva costos por comisiones con un alto componente fijo

lo que requiere de montos de préstamo altos para poder diluirlos. El segundo hace referencia a la facilidad con la que se puede cancelar o renegociar una deuda con un grupo pequeño de bancos (en el caso de los préstamos sindicados) en lugar de con cientos o miles de inversores, por lo tanto firmas que temen estrés financiero futuro tienden a optar por préstamos bancarios. El tercer aspecto hace referencia a compañías que no cuenten con suficiente información sobre su situación o actividades así como supone que los agentes del mercado de bonos no cuentan con la misma capacidad de inspección y vigilancia que los bancos.

Modigliani & Miller, 1958 sostienen que las empresas eligen indistintamente los porcentajes de deuda y capital ya que no afecta el valor de la empresa, sin embargo para llegar a esta conclusión tuvieron como supuestos la inexistencia de costos de transacción, impuestos, escudo fiscal entre otros. Por este motivo, Modigliani & Miller, 1963, publican una corrección de su antiguo trabajo introduciendo la teoría de irrelevancia de Miller y el concepto de mercados imperfectos, concluyendo que existía un beneficio del financiamiento con deuda ya que servía como escudo fiscal, aumentando el valor de la firma.

Altunbas, Alper, & Marqués-Ibañez, 2009, señalan que desde un punto de vista teórico las decisiones de financiación se caracterizan por problemas de costes de agencia y de información asimétrica. En el caso de financiamiento a través del mercado de préstamos sindicados, la teoría de la intermediación financiera ha hecho especial hincapié en el papel de los bancos en el seguimiento y selección de los prestatarios, lo que resulta costoso, sin embargo, la inversión sustancial que se hace en financiar a los prestatarios, así como la naturaleza duradera de tales relaciones, aumenta los beneficios para los bancos de la adquisición de información (Boot & Thakor, 2008).

Asimismo, Altunbas, Alper, & Marqués-Ibañez, 2009, encontraron que grandes empresas con altos niveles de deuda de corto plazo y grandes expectativas de crecimiento eligen financiarse con bonos, mientras que empresas similares con menores planes de expansión suelen preferir préstamos bancarios al igual que con empresas altos niveles estrés financiero (proporción de deuda de corto plazo vs deuda total) puesto que valoran el monitoreo realizado por los bancos y la capacidad de renegociar la deuda de manera rápida y sencilla. Respecto al tamaño, hallaron que tenía una correlación positiva con el uso de ambas formas de deuda.

En el caso de financiación a través del mercado de bonos, realizar un seguimiento similar al realizado por los bancos generaría muchos costes innecesarios y problemas de *free-riding* ya que resulta más fácil y económico para los inversores replicar las estrategias de inversión de un pequeño grupo de inversionistas que incurren en costos de seguimiento y monitoreo. Este último dilema no es ajeno al mercado de créditos multilaterales puesto que los bancos que participan en la sindicación delegan la mayor parte de la selección y el seguimiento a un banco agente

generando así especialización crediticia en sectores específicos o áreas geográficas y actuar como supervisores delegados de los bancos participantes (Diamond, 1984).

En 2001, Hale, realiza un estudio sobre las elecciones de deuda de los prestatarios en países emergentes y encuentra no solo que aquellos con mayor riesgo encuentran más dificultades para obtener un crédito sino que los que provengan de países con potenciales problemas de liquidez están más propensos a optar por el mercado de bonos (bonos basura). En línea con lo anterior concluye que prestatarios que disfrutan de situaciones económicas y políticas más estables tienen mayores probabilidades de acudir al mercado de bonos (investment grade). Sorprendentemente la autora halla una especie de ciclo entre bonos y préstamos conforme cambian las condiciones macroeconómicas de los países de los prestatarios, puesto que a medida que mejoran los factores externos a la firma se espera la migración de “bonos basura” a préstamos y luego nuevamente a bonos “grado de inversión”.

En 2005, nuevamente Hale encuentra en su análisis empírico la confirmación de las predicciones de Diamond, 1991, en el que descubría que nuevas empresas tenían preferencia por préstamos bancarios inicialmente para en una siguiente etapa emitir deuda puesto que con esto lograban adquirir historial crediticio además demostró que existía una relación inversa entre el rating crediticio y los costos de capital y las necesidades de monitoreo.

Galarza, 2017, realiza un estudio para el caso peruano buscando determinar las variables de importancia para la emisión de bonos en el mercado internacional por parte de empresas no financieras y concluye que estas son aquellas relativas al tamaño, nivel de apalancamiento y liquidez de la firma, apoyando su hipótesis que indicaba que existe una relación directa entre el tamaño y las emisiones de bonos en el extranjero explicado por las condiciones y oportunidades que ofrecen los mercados desarrollados.

Cantillo & Wright, 2000, desarrollaron un modelo teórico que explica cómo las firmas eligen a sus prestamistas, este modelo estaba basado en la premisa que tanto la deuda cotizada en los mercados como la privada tienen sus ventajas que dominan en diferentes situaciones. La primera ofrece seguridad para los inversores (*arms's length*), este factor es especialmente valorado cuando una firma se encuentra con menor probabilidad de default, esto es en los casos donde se valora menos los servicios de un intermediario. Los factores que hacen que una empresa tenga menor probabilidad son flujos de efectivo altos y estables, alto margen de operación, bajas tasas de interés reales, tamaño, amplio colateral, entre otros, inducen a las compañías a utilizar el mercado de bonos. La segunda tiene como ventaja que permite una intervención más flexible en situaciones de estrés financiero.

Adicionalmente, Cantillo & Wright, 2000, hallaron que las determinantes de la elección de los prestamistas son más cruciales durante periodos de caída en la inversión puesto que buscan activos de menor riesgo (*flight to quality*).

CONCLUSIONES

En las últimas décadas, la adecuada gestión en términos económicos del Perú ha traído consigo el acceso a más y mejores fuentes de financiamiento tanto localmente como en los mercados internacionales para las empresas, incentivando así la competencia entre bancos y la sustitución con otros instrumentos de deuda como los bonos. El caso peruano es solo un ejemplo de cómo existe un set de factores exógenos a todos los negocios, y cómo éstos influyen en sus decisiones de financiamiento.

Del trabajo podemos concluir que se valida la hipótesis planteada, la cual indica que existen un grupo de factores internos y externos que explican la elección de uno u otro tipo de deuda. Luego de realizada la investigación, encontramos también que los tipos de deuda no son excluyentes entre sí, sino que muchas veces las empresas utilizan una combinación de estos para satisfacer sus necesidades.

En el caso del presente documento, el cual se centra en el análisis comparativo entre las ventajas y desventajas entre los préstamos bancarios y los bonos, encontramos que el tamaño de la empresa, ratio de liquidez, capacidad crediticia, reputación de mercado, monto y plazo de inversión, tienen relación directa con la probabilidad de financiamiento mediante bonos e inversa con el financiamiento bancario. Lo anterior se explica por la percepción favorable que tienen los inversionistas a estas características, lo cual influye en una mayor demanda de los instrumentos emitidos por dicha firma, y por ende decantaría en el acceso a una menor tasa de interés. Por otro lado, empresas pequeñas con menor capacidad crediticia, mayor apalancamiento y objetivos de menor plazo tienden a buscar financiamiento a través de créditos bancarios. Esto por la relación de cercanía y facilidad de acceso a este instrumento.

Entrando al detalle de los instrumentos en sí, encontramos que en el caso de los bonos, tenemos como principales ventajas, el acceso a cuentas globales con montos muy elevados (mayores a 250MM), plazos muy largos (7 a 30 años), mejores tasas y un alto perfil que favorece a la imagen corporativa. Por el lado de las desventajas, encontramos que estos carecen de agilidad y flexibilidad debido a la dificultad que implicaría tener que negociar con los cientos o miles de tenedores, procesos de emisión (y por ende acceso al financiamiento) más largos, pérdida de privacidad (debido a la necesidad de transparencia incluso en términos estratégicos), necesidad de 2 ratings y costos ocultos tanto legales y operativos (área de relaciones con el inversionista).

Respecto a los préstamos bancarios, encontramos que estos tienen como principales ventajas la agilidad, la relación de cercanía impulsada por el banco, operativamente es menos engorroso (no necesita ratings ni un largo proceso de emisión), flexibilidad de prepago, amortización y refinanciamiento y la certeza de los fondos y costos. Por el lado de las desventajas encontramos que están limitados a los bancos como inversionistas, un menor plazo (usualmente menos a 5

años), montos más bajos (aun cuando la comparación se realiza contra los préstamos sindicados), contratos más estrictos, consumo de línea de crédito que podría usarse de manera alternativa y suelen acarrear tasas de interés más altas debido a que los bancos cumplen un rol de intermediación financiera; y los costos que acarrear el rol estricto de vigilancia y monitoreo.

Finalmente, la principal limitación fue la escasez de estudios similares para el caso latinoamericano, más aun aquellos que diferencien los préstamos regulares de los sindicados e incluyan estas diferencias en su análisis. Cabe resaltar el enfoque cualitativo y empírico del presente trabajo, por lo que para próximos estudios se recomienda abordarlo desde un enfoque cuantitativo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Altunbas, Y., Alper, K., & Marqués-Ibañez, D. (2009). *Large debt financing: Syndicated loans versus corporate bonds*. Frankfurt am Main: Banco Central Europeo.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2020). *Reporte de Estabilidad Financiera*. Lima.
- Białek-Jaworska, A., & Krawczyk, T. (2019). *Corporate bonds or bank loans? The choice of funding sources and information disclosure of Polish listed companies*. Warsaw: Central European Economic Journal.
- Boot, A. W., & Thakor, A. V. (2008). *The accelerating Integration of Banks and Markets and its Implications for Regulation*. Amsterdam: Amsterdam Center for Law & Economics.
- Cantillo, M., & Wright, J. (2000). How Do Firms Choose Their Lenders? An Empirical Investigation. *The Review of Financial Studies Vol 13 No. 1*, 155 - 189.
- De Fiore, F., & Uhlig, H. (2005). *Bank finance vs Bond finance. What explains the differences between the US and Europe*. Frankfurt: European Central Bank Working Paper Series.
- Diamond, D. W. (1984). *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*. Chicago: Review of Economic Studies.
- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy Vol.99, No.4*, 689 - 721.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies, Vol. 15, No. 1*, 1 - 33.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. Minnesota: SSRN Electrical Journal.
- Galarza Canchucaya, K. (2017). *Determinantes de la emisión de deuda en el extranjero para las empresas no financieras: Caso Peruano 2003-2014*. Lima.
- Hale, G. (2005). *Bonds or Loans? The effect of macroeconomic fundamentals*. Connecticut: Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University.
- Hale, G. B. (2001). *Bonds or Loans? On the Choice of International Debt Instrument by Emerging Market Borrowers*. California: UC Berkeley.
- López Fernández, E., & Urraca, J. (24 de Abril de 2018). *¿Cómo se financian las empresas? Préstamos versus bonos*. Obtenido de BBVA: <https://www.bbva.com/es/como-se-financian-las-empresas-prestamos-versus-bonos/>
- Luna, M., Vega, H., & Castillo, P. (2015). *Tendencias recientes de emisiones de bonos en el exterior de empresas en América Latina*. Lima: Revista Estudios Económicos BCRP.

- Martín Marín, J., & Téllez Valle, C. (2011). Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 73 - 94.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Volume 53, Issue 3, 433 - 443.
- Myers, S. C. (1976). *Determinants of Corporate Borrowing*. Massachusetts: Sloan School of Management.
- Myers, S. C. (1984). *Capital Structure Puzzle*. San Francisco: The Journal of Finance, Vol. 39, No. 3.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Place, J. (2005). *Análisis básico de bonos*. Ciudad de Mexico: Centro de estudios monetarios latinoamericanos.
- Rabanal, A. (2004). *Mercado Peruano de capitales: Desarrollando los mercados domésticos de capitales y de valores*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Tovar, C. E., & Quispe-Agnoli, M. (2008). *Nuevas tendencias de financiación en América Latina*. Basilea: Banco de Pagos Internacionales - Papers.
- Villareal Ramos, R., Acosta, J., & Saavedra, A. (2010). Análisis de la emisión de bonos corporativos y sus efectos sobre la creación de valor de las empresas en Colombia para el periodo 1999-2009. *Revista Finanzas y Política Económica*, vol. 2, núm. 2, 79 - 100.