

**BONOS «LA BELLA DURMIENTE», DE WALT DISNEY CO.
EMISION DE BONOS A 100 AÑOS EN JULIO DE 1993 (*)**

En julio de 1993, Walt Disney Company emitió bonos a 100 años por valor de 300 millones de dólares. El plazo tan largo de estos bonos provocó que en el ambiente financiero fuesen bautizados como los bonos de «la bella durmiente». Estos bonos tienen un interés anual del 7,55%, con pagos cada 6 meses; la devolución del principal se realizará dentro de 100 años. El precio de emisión fue a la par. La empresa se reserva el derecho de rescatar los bonos a partir de 30 años después de la emisión (año 2023) al 103% del valor nominal.

La emisión inicial prevista era de 150 millones de dólares, pero la demanda fue tan grande que se dobló el tamaño de la emisión. A la vista del éxito de estos bonos, Coca-Cola emitió 150 millones de dólares de bonos idénticos a 100 años (no rescatables por la empresa), con una rentabilidad anual del 7,455%. En esos días, los bonos del Estado americano a 30 años tenían una rentabilidad del 6,66%.

Antecedentes de bonos a largo plazo

En el mercado americano no se emitían bonos a 100 años desde 1954, en el que la compañía de Ferrocarriles de Chicago emitió bonos con un cupón del 5% anual, amortizables en el año 2054. Sin embargo, en 1992, algunas empresas (Texaco, Boeing, Conrail, etc.) ya habían emitido bonos a 50 años que, en el argot financiero, fueron bautizados como «bonos Matusalén».

En 1993, algunos inversores institucionales solicitaron a bancos de inversiones (Morgan Stanley, Merrill Lynch) emisiones a más largo plazo (100 años, por ejemplo) para aumentar la duración de sus carteras de renta fija. Los principales compradores de las emisiones de Disney y Coca Cola fueron fondos de pensiones y compañías de seguros.

(*) Nota técnica de la División de Investigación del IESE.
Preparada por el profesor Pablo Fernández. Noviembre de 1994.

Aunque 100 años puede parecer un plazo muy largo, ha habido emisiones perpetuas de empresas, esto es, sin fecha para la devolución del principal. En primer lugar, en 1985, KLM emitió 200 millones de francos suizos de deuda perpetua, con un cupón inicial del 6,125% que se reajustaba cada 10 años. KLM tiene la opción de rescatar los bonos cada 10 años. En 1986, Pepsico emitió deuda perpetua con cupón también reajutable cada 10 años, pero con la opción de redimir los bonos en poder del inversor cada 10 años. También en 1986 Air Canadá emitió 300 millones de francos suizos de deuda realmente perpetua, con un cupón inicial del 6,25%.

Análisis de los bonos

Para analizar un bono a 100 años, lo comparamos con un bono de idéntico cupón a 30 años, y con un bono cupón cero a 30 años que se vende a la par (1).

La Figura 1 muestra cómo cambia el valor de estos tres bonos cuando cambia el tipo de interés. Nótese que el valor del bono cupón cero a 30 años oscila más que el valor de nuestro bono a 100 años. Es interesante (y para algunos tal vez sorprendente) comprobar también que, para tasas de descuento elevadas, el valor del bono a 100 años es prácticamente idéntico al valor del bono a 30 años. Por ejemplo, para una tasa de descuento anual del 8%, el valor del bono a 100 años es 96,23, y el del bono a 30 años, 96,6.

La Figura 2 muestra cómo cambia la duración de los tres bonos para distintas tasas de descuento. La duración del cupón cero es 30 años, independientemente de la tasa; la duración del bono a 100 años es (para las tasas consideradas en la Figura) siempre inferior. Nótese también que, para tasas superiores al 9%, la duración del bono a 100 años y la del bono a 30 años son prácticamente idénticas.

Una primera conclusión que se puede extraer de la simple observación de las Figuras 1 y 2 es que, salvo para tasas de descuento pequeñas (inferiores al 9%), un bono a 100 años no difiere prácticamente nada de un bono a 30 años. Otra comprobación de esto puede hacerse contemplando la Figura 3, que nos indica que, para el bono de 100 años, los cupones de los primeros 30 años suponen un 90% de su valor cuando el bono se vende a la par. Si la tasa de descuento aumentase considerablemente, los cupones de los 30 primeros años supondrían un 97% de su valor: los flujos de los últimos 70 años del bono supondrían únicamente un 3% del valor del bono.

Valor de la opción de rescate

No abordamos rigurosamente en esta nota el valor de la opción que tiene la empresa de poder rescatar los bonos en el año 2023 aunque, con los gráficos que se adjuntan, se puede intuir con bastante exactitud. Un cálculo rápido aproximado es el siguiente. Los bonos «la bella durmiente» se componen de un bono a 100 años con un cupón del 7,55%, y de una opción de compra en poder de la empresa que le permite rescatar el bono a partir del año 30 por el 103% del nominal. La rentabilidad exigida por el mercado a los bonos a 100 años de Coca Cola (sin opción de rescate) es el 7,455%. Si suponemos que las emisiones de Disney y Coca Cola tienen igual riesgo, podemos calcular el valor del bono a 100 años con un cupón del 7,55% de Disney si no tuviese la opción. Descontando los flujos del bono al 7,455%, resulta un valor de 101,27. Luego 1,27 es el valor que da el mercado a la opción de rescate en poder de Disney. □

(1) Para que un bono cupón cero a 30 años de idéntico riesgo se venda hoy (1993) a la par (100 dólares), tiene que prometer un flujo de 887,8 dólares ($887,8 = 100 \times 1,0755^{30}$).

Figura 1. Valor de los bonos con distintas tasas de descuento

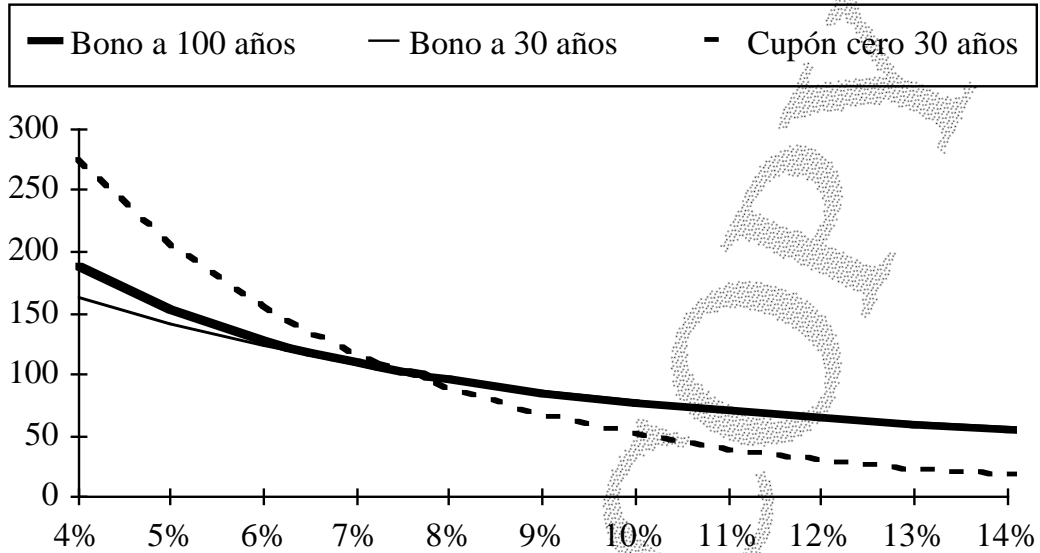


Figura 2. Duración de los bonos (en años) con distintas tasas de descuento

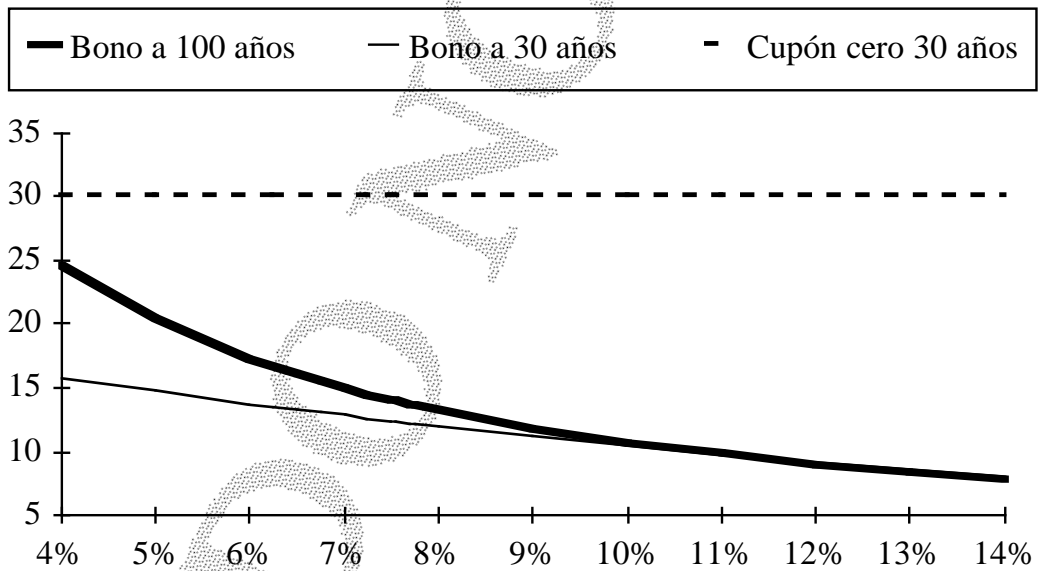


Figura 3. Valor actual neto acumulado de los intereses acumulados del bono a 100 años, con dos tasas distintas

