Deuda fuera de balance en las grandes tecnológicas: arquitectura contable, magnitud y escenarios

Elíes Furió Blasco · Université Jean Moulin Lyon 3 / blog.valitrenta.com
Texto con fines analíticos y académicos; no es asesoramiento de inversión.

Resumen

- **«Deuda fuera de balance» agrupa cuatro cosas distintas**: arrendamientos firmados que aún no han comenzado, vehículos no consolidados con arrendamiento y garantía de valor residual (GVR), garantías o *backstops* a terceros, y compromisos de compra. Solo las dos del medio son deuda de un tercero garantizada por la tecnológica; la primera es un pasivo todavía no devengado.
- **Magnitud.** Microsoft, Meta, Alphabet, Amazon y Oracle declaran, con sus últimos documentos disponibles, unos 1,21 billones de dólares en arrendamientos no iniciados (suma propia, fechas de corte distintas), frente a unos 285.000 millones de pasivos por arrendamiento ya reconocidos a mediados de 2026 [15]. A ello se suman, solo en Meta y Alphabet, hasta 133.000 millones de exposiciones contingentes (GVR y *backstops*) [9][13].
- **Es legal y está divulgado.** El problema no es la ocultación sino la medición: tres umbrales de juicio —«razonablemente cierto» (renovaciones), «probable» (garantías) y «beneficiario principal» (consolidación)— deciden qué entra en el balance. El propio auditor de Meta calificó uno de esos juicios como asunto crítico de auditoría [7].
- **Consecuencias.** Para las empresas, el riesgo es asimétrico y no lineal: los pasivos entran de golpe al comenzar el arrendamiento o si una garantía pasa a ser «probable». Para la economía, el canal relevante no es el balance de las tecnológicas —sólido— sino quién está en la otra punta: fondos de crédito privado, aseguradoras y fondos de pensiones [16][17][19][20].
- **Escenarios.** Se distinguen cuatro (absorción, desaceleración ordenada, corrección con estrés financiero y respuesta regulatoria) con disparadores e indicadores observables. No se asignan probabilidades: con una muestra de transacciones tan pequeña y sin historial de impagos en esta clase de activos, cualquier cifra sería falsa precisión.

1. Definiciones de partida

El término «deuda fuera de balance» no es una categoría de las normas contables ni de la ley: es un concepto analítico que agrupa figuras distintas. Se fija aquí su sentido en tres planos, de lo más amplio a lo más técnico.

1.1 Definición académica (economía financiera)

Conjunto de obligaciones económicamente equivalentes a deuda (puesto que comprometen flujos de caja futuros o trasladan a la empresa el riesgo de pérdida) que no figuran como pasivo financiero en su balance consolidado. El concepto se define por la sustancia económica (quién soporta el riesgo) y no por la forma jurídica o contable. La literatura sobre arrendamientos operativos lo formalizó con

la «capitalización constructiva», que reexpresa esos compromisos como si fueran deuda para medir de verdad el apalancamiento y la rentabilidad [25]; los organismos de estabilidad financiera hablan hoy de «endeudamiento en la sombra» (*shadow borrowing*) [18].

1.2 Definición contable (US GAAP y NIIF)

Se trataría de toda obligación o exposición que, al aplicar la norma, no cumple los criterios de reconocimiento como pasivo en los estados consolidados y se revela, en su caso, solo en las notas.

Hay tres vías principales:

- **Arrendamientos firmados y no iniciados:** el pasivo se reconoce en la fecha de inicio, no en la de firma (ASC 842) [1][2].
- **Entidades de interés variable no consolidadas:** no consolida quien no es el «beneficiario principal» (ASC 810; NIIF 10 y NIIF 12) [3][5].
- **Garantías y contingencias no probables:** no se registran mientras el pago no sea «probable» (ASC 450 y 460).

Los umbrales «razonablemente cierto», «probable» y «beneficiario principal» son juicios de la dirección, no cifras, y de ellos depende qué entra en el balance.

1.3 Definición legal

No existe una definición legal general. Jurídicamente, la deuda es una obligación exigible (contrato, garantía, aval), con independencia de cómo se contabilice: que no figure en el balance no altera su exigibilidad.

Dos precisiones son necesarias en este extremo:

- **Estructura del vehículo.** Lo que hace posible la estructura es la separación patrimonial del vehículo, que suele diseñarse como «a prueba de quiebra» respecto del patrocinador. Sus acreedores solo cobran contra el vehículo, salvo que exista una garantía del patrocinador.
- **Regulación bursátil.** En Estados Unidos, la SEC reguló durante años los «acuerdos fuera de balance» en el Item 303(a)(4) del Reglamento S-K. En noviembre de 2020 lo eliminó y lo sustituyó por una instrucción basada en principios, que obliga a comentar, en el MD&A, los compromisos derivados de acuerdos con entidades no consolidadas que tengan, o puedan razonablemente tener, un efecto material [35][37]. El Formulario 8-K conserva la definición anterior [36].

2. Qué se entiende por «deuda fuera de balance» en el caso de las grandes tecnológicas

El debate público mezcla magnitudes que no son homogéneas. Conviene separarlas antes de sumarlas:

- Moody's, por ejemplo, cifra en 662.000 millones los arrendamientos de centros de datos no iniciados de los cinco grandes a cierre de 2025 (un 113 % de su deuda ajustada) y subraya que no es «deuda oculta» en sentido estricto, sino exposición aún no reconocida [14];
- Nikkei Asia llega a 1,65 billones incorporando además compromisos de compra [24];
- el FMI contabiliza 650.000 millones de deuda, incluida la de vehículos fuera de balance, en 14 operaciones de financiación circular [17].

Son perímetros distintos, y la Tabla 1 los ordena.

Categoría	Mecanismo	Qué entra en balance	Ejemplo documentado
A. Arrendamientos firmados no iniciados	Contrato vinculante; el activo aún no está disponible para uso del arrendatario	Nada hasta la fecha de inicio; antes, solo nota de compromisos	Microsoft: 329.100 M$ a 30-6-26 [10]
B. Vehículo no consolidado (VIE) + arrendamiento + GVR	El vehículo se endeuda y construye; la tecnológica es arrendataria y garantiza el valor residual	Participación (método de la participación); arrendamiento al inicio; la GVR solo si es «probable»	Meta/Hyperion y Texas: exposición máxima 68.404 M$ [9]
C. Garantías y *backstops* a terceros	La tecnológica avala pagos de alquiler o costes energéticos de un promotor o inquilino	Derivado de crédito a valor razonable o contingencia; el nocional solo en notas	Alphabet: 75.700 M$ (48.000 ejecutados) [13]; Oracle: aval de 3.300 M$ [11]
D. Compromisos de compra no cancelables	Capacidad en la nube, servidores, energía	Nada; nota de compromisos contractuales	Meta: 454.520 M$ [9]; Alphabet: 924.400 M$ [13]

Tabla 1. Taxonomía de la exposición fuera de balance. Elaboración propia a partir de los documentos citados.

Una precisión mecanicista importante: bajo US GAAP, desde 2019 los arrendamientos operativos ya figuran en el balance una vez iniciados. Meta, por ejemplo, reconoce 31.173 millones de pasivo por arrendamiento operativo (2.522 corrientes y 28.651 no corrientes) a 30-9-26 [9], frente a 355.730 millones de arrendamientos no iniciados [9]: un múltiplo de 11,4 (cálculo propio, excluidos los arrendamientos financieros). La consideración de «fuera de balance» no es el arrendamiento como tal, sino su fase previa, el vehículo que lo soporta y la garantía que lo respalda.

3. Por qué puede existir: normativa legal y contable

3.1 El reconocimiento depende del inicio, no de la firma

Según ASC 842, el arrendatario reconoce el activo por derecho de uso y el pasivo por arrendamiento en la **fecha de inicio** (842-20-25-1) [1]. Entre la firma y el inicio solo existe una obligación de revelar información sobre los arrendamientos «que crean derechos y obligaciones significativos» (842-20-50-3(b)) [2]. Para un centro de datos de varios años de construcción, ese intervalo puede ser largo: los de Microsoft comenzarán entre los ejercicios fiscales 2027 y 2033 [10]; los de Meta, entre 2026 y 2036, con plazos de uno a 30 años [9].

3.2 Plazo del arrendamiento y garantía de valor residual: dos umbrales de juicio

Las opciones de renovación solo se incluyen en el plazo y, por tanto, en el pasivo, si el ejercicio es «razonablemente cierto». Y la GVR forma parte de los pagos del arrendamiento solo en la medida en que sea «probable» que el arrendatario deba pagarla (842-10-30-5(f)); si no, es una contingencia que se divulga sin registrarse. Moody's lo resume así: si la dirección concluye que la renovación es probable pero no razonablemente cierta y la terminación no es probable, tanto el período de renovación como la GVR pueden permanecer fuera del balance [14]. Meta declara que los pagos por GVR «no son probables» y, por tanto, no registra pasivo alguno [9][23].

El diseño de Hyperion encaja con esa arquitectura. El compromiso inicial de arrendamiento es de unos 12.310 millones de dólares, en plazos de cuatro años con renovaciones sucesivas hasta veinte [14][23]; la deuda del vehículo, en cambio, es de 27.300 millones a 2049 [23]. La brecha entre ambas cifras la cubre la GVR (umbral de unos 28.000 millones, decreciente en el tiempo) [8]. Según Cembalest (JPMorgan AM), la garantía siempre supera la deuda viva y decae a cero a los veinte años, y S&P estima que decae más deprisa que el valor del proyecto, por lo que no asume que Meta tenga

que pagarla incluso si terminara el arrendamiento [22]. Esa es la pieza que permite una calificación A+ para el bono [22][23] sin que la deuda figure en el balance.

3.3 Consolidación: el modelo de entidades de interés variable

Un vehículo como Hyperion es una entidad de interés variable (VIE). Bajo ASC 810-10-25-38A, la consolida quien reúne dos condiciones:

- poder para dirigir las actividades que más afectan a su rendimiento económico y
- obligación de absorber pérdidas o derecho a recibir beneficios que potencialmente puedan ser significativos [3].

Dos rasgos explican el resultado.

- Primero, el umbral económico es bajo (basta con que sea «potencialmente significativo») y deliberadamente distinto del criterio de «sustancialmente todos los beneficios económicos» de ASC 842 [4]; la exposición de Meta (68.400 millones) cumple holgadamente esa condición.
- Segundo, el criterio decisivo es el poder, y si este se comparte entre partes no vinculadas, nadie consolida (ASC 810-10-25-38D) [3].

  Meta concluye que no tiene el poder de dirigir las actividades que más afectan al rendimiento económico del vehículo (en el que posee un 20 %) y que, por tanto, no es el beneficiario principal [8].

Ese es, precisamente, el juicio que EY identificó como asunto crítico de auditoría en el 10-K de 2025: determinar qué actividades afectan más al rendimiento económico del vehículo y quién tiene el poder de dirigirlas [7]. EY emitió opinión favorable; la calificación como asunto crítico indica complejidad y juicio, no incorrección. La historia normativa no es anecdótica: el modelo de VIE nació de la Interpretación 46(R) del FASB (2003), una respuesta directa a los vehículos del caso Enron [28][29]. Pero la analogía con Enron debe manejarse con cuidado: allí el problema eran entidades vinculadas a directivos y ocultación; aquí el capital es de terceros, la estructura está divulgada y auditada. Lo que ambos casos comparten es la tensión entre forma jurídica y sustancia económica.

3.4 Comparación con las NIIF

Bajo NIIF 16 el arrendatario no distingue entre arrendamientos operativos y financieros: todos se reconocen al inicio, con depreciación e intereses en la cuenta de resultados, y se revelan los arrendamientos aún no iniciados a los que el arrendatario está comprometido (párr. 59(b)(iv)) [6]. En consolidación, la NIIF 10 exige poder, exposición a rendimientos variables y capacidad de usar el poder para influir en ellos [5], y la NIIF 12 obliga a informar sobre entidades estructuradas no consolidadas [5]. El Comité de Interpretaciones de la NIIF concluyó en 2015 que un arrendamiento operativo difícilmente confiere al arrendatario poder sobre una entidad estructurada de un solo activo y un solo arrendatario [5]. Mi lectura —que debería contrastar un especialista en NIIF— es que una estructura equivalente en un grupo europeo se decidiría sobre la misma pregunta de poder, aunque la presentación de resultados difiera (más EBITDA y más gasto financiero bajo NIIF 16, frente al gasto lineal de arrendamiento operativo bajo US GAAP).

3.5 Por qué las empresas eligen esta forma

- **Calificación crediticia y capacidad de endeudamiento.** El tratamiento preserva métricas de apalancamiento y margen para recompras y dividendos [22]. Las agencias son el árbitro real: S&P ya incorporó los 260.000 millones de arrendamientos no iniciados de Oracle a su previsión de deuda ajustada (apalancamiento en torno a 4,4 en el ejercicio 2027) [15] y Moody's ha indicado que podría hacer un ajuste «no estándar» [14].
- **Desajuste de vida útil.** Los arrendamientos de centros de datos solían durar 10-15 años; el equipamiento de IA tiene una vida útil de 4-6, de modo que los inquilinos exigen plazos iniciales cortos con renovaciones y los arrendadores exigen garantías para construir [14].
- **Coste.** La estructura no es gratuita: Cembalest estima que Meta paga alrededor de un punto porcentual más que con deuda directa, unos 3.500 millones adicionales en valor presente, por el beneficio de no consolidar [22]. Es una prima por opcionalidad contable, no un ahorro.

4. Importe y características

4.1 Arrendamientos no iniciados

Con los últimos documentos disponibles de los cinco grandes, la suma de arrendamientos no iniciados asciende a unos 1,21 billones de dólares (Gráfico 1). Es coherente con los 1,09 billones que calculó Reuters en agosto de 2026 con datos de mediados de año [15]: la diferencia se explica sobre todo por el aumento de Meta (de 278.990 a 355.730 millones entre el 30-6 y el 30-9) y de Alphabet (de 85.200 a 130.500) [9][13][15].

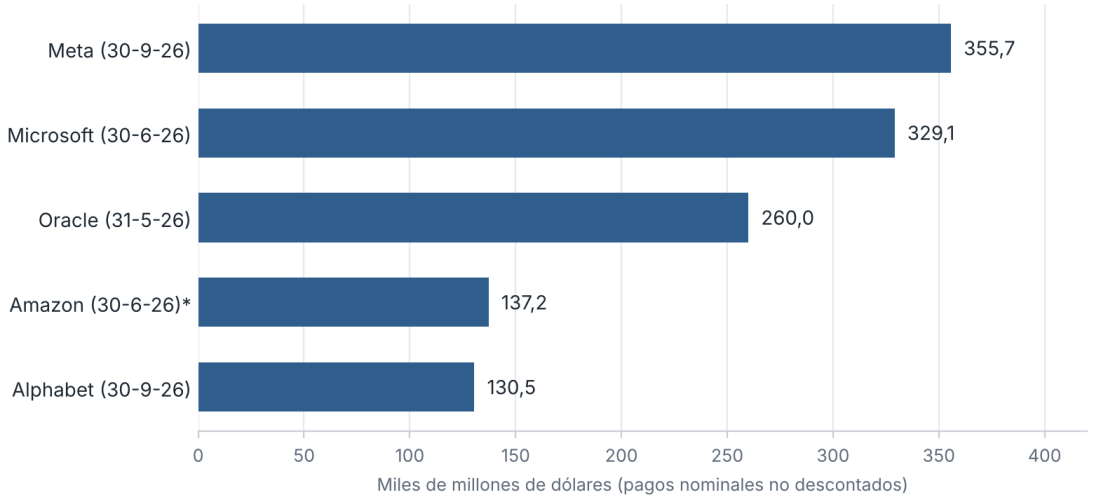


Gráfico 1. Arrendamientos no iniciados, último dato primario disponible por empresa (fecha de corte entre paréntesis). *Amazon incluye almacenes, oficinas, aeronaves y vehículos, por lo que no es directamente comparable [15]. Fuentes: [9][10][11][12][13]. Suma propia: 1.212.500 M$.

Empresa	No iniciados (M$)	Inicio / plazos	Otras exposiciones contingentes	Observaciones
Meta	355.730 (30-9-26)	2026-2036; de >1 a 30 años [9]	Exposición máxima a VIE: 68.404 (GVR 41.493; arrendamientos 18.476; participación 4.732; financiación futura ≈3.700) [9]	Dos vehículos (Luisiana, Texas); deuda a largo plazo reconocida: 80.922 [9]
Microsoft	329.100 (30-6-26)	Ejercicios 2027-2033; de 1 a 20 años [10]	No identificadas en las fuentes consultadas	Reclasificación de arrendamientos financieros a operativos señalada por una fuente secundaria [31]

Empresa	No iniciados (M$)	Inicio / plazos	Otras exposiciones contingentes	Observaciones
Oracle	260.000 (31-5-26)	Ejercicios 2027-2029; 15-19 años [11]	Aval de hasta 3.300 del préstamo de un arrendador (vence sep-2026) [11]	288.000 a 31-8-26 según el 10-Q recogido por fuente secundaria [23]
Amazon	137.214 (30-6-26)	No detallado en la extracción [12]	No identificadas	Cartera de arrendamientos más amplia que centros de datos [15]
Alphabet	130.500 (30-9-26)	2026-2031; de 1 a 26 años [13]	*Backstops*: 75.700 (48.000 ejecutados, contabilizados como derivados de crédito; 27.700 por constituir) [13]	Incluye energía; vehículo Crux AI con Blackstone [23]
Total	**≈1.212.500**		**Meta + Alphabet: hasta ≈133.400 [9][13][23]**	**Suma de fechas distintas**

Tabla 2. Exposición declarada por empresa (millones de dólares). Todas las cifras son nominales, no descontadas, y las contingentes son máximos, no pérdidas esperadas.

Los órdenes de magnitud respecto de lo ya reconocido son elevados. Oracle declara 260.000 millones de arrendamientos no iniciados frente a 37.890 de pasivo reconocido (6,9 veces) y Microsoft, 329.100 frente a 88.520 (3,7 veces) [15]. Cuando esos contratos comiencen, los pasivos y los cargos fijos saltarán de golpe, no de forma gradual.

4.2 Anatomía de Hyperion

- **Vehículo:** *joint venture* en Luisiana, 80 % de fondos gestionados por Blue Owl y 20 % de Meta; emisor de los bonos, Beignet Investor LLC [22][23].
- **Deuda:** unos 27.300 millones de bonos senior garantizados, amortizables, al 6,581 % hasta 2049, calificados A+ por S&P, con Morgan Stanley como único colocador y PIMCO como inversor ancla [23].
- **Contrato de uso:** Meta arrendará el campus desde junio de 2029 en plazos de cuatro años renovables hasta veinte, con una GVR decreciente cuyo umbral inicial es de unos 28.000 millones [8][14][22].
- **Resultado contable:** Meta registra su 20 % por el método de la participación; registra en 2026 una distribución de 1.037 millones procedente del vehículo [9]. El 10-Q de 2026 no estima el valor razonable de los campus al final del arrendamiento, que es lo que determinaría si la garantía se ejecuta [23].

4.3 Quién financia el resto

Morgan Stanley estima un gasto en centros de datos de 2,9 billones entre 2025 y 2028, con una brecha de financiación externa de 1,5 billones y unos 800.000 millones procedentes del crédito privado, sobre todo financiación respaldada por activos [16]. El Banco de Inglaterra recoge una estimación de 700.000 millones de crédito privado en 2026-2028 y unos 450.000 millones de deuda ligada a IA ya colocada en 2026 [19]. Según Bloomberg, las empresas de nube y centros de datos emitieron cerca de 368.000 millones de deuda en 2026, más de seis veces el año anterior [20], y el *Financial Times* calculó más de 120.000 millones desplazados fuera de balance mediante vehículos en unos dieciocho meses, de los que Oracle explica aproximadamente dos tercios [21]. El BIS ha descrito estos acuerdos como «endeudamiento en la sombra» y advierte de la exposición creciente de aseguradoras y fondos de crédito privado [18].

Hay además un contrapeso. Las obligaciones se corresponden en parte con ingresos contratados: la cartera de obligaciones de desempeño pendientes de Microsoft se cifra en 678.000 millones [32] y

la cartera de Alphabet en 567.700 millones, con un acuerdo con Crux AI —vehículo en el que Alphabet participa y respalda— que explica más de un tercio del crecimiento trimestral [33]. Esta última circunstancia matiza el uso de la cartera como señal de demanda independiente.

5. Consecuencias para las empresas

- **Métricas e informes.** El apalancamiento reportado infravalora el económico mientras los contratos no comienzan y mientras las garantías no se reconocen. La corrección vendrá de las agencias, no de los estados financieros [14][15].
- **Escalón al inicio.** Al comenzar cada arrendamiento entran activo y pasivo por el valor presente de los pagos, y el gasto de arrendamiento operativo se registra de forma lineal dentro de los gastos de explotación, no como intereses y depreciación. La presión recae sobre el margen operativo y los cargos fijos.
- **No linealidad de las garantías.** Si una GVR pasa a ser «probable», se registra la pérdida y el pasivo de una vez. Y ASC 810 exige reevaluar de forma continua quién es el beneficiario principal; un cambio de hechos (p. ej., que la tecnológica adquiera poder sobre las decisiones significativas) obligaría a consolidar los 27.300 millones del bono de Hyperion. Ambos son efectos de umbral, no de deslizamiento.
- **Magnitud relativa en Meta.** La exposición máxima a sus VIE (68.404 M$) equivale a un 85 % de su deuda a largo plazo reconocida (80.922 M$) [9] (cálculo propio). Es un techo, no una pérdida esperada, pero muestra que la deuda reportada ya no basta para entender el riesgo.
- **Apalancamiento operativo.** Pagos fijos de 15-25 años frente a equipos de vida útil de 4-6 años y demanda incierta. La propia Oracle advierte de que la duración, las renovaciones y los precios de sus arrendamientos pueden no alinearse con los contratos de sus clientes [15].
- **Coste de capital y escrutinio.** El sobrecoste de financiación [22], la calificación de EY como asunto crítico [7] y la petición de cuatro senadores estadounidenses al Tesoro de investigar riesgos sistémicos de la deuda de IA [34] indican un entorno de mayor vigilancia. No consta, a esta fecha, acción regulatoria formal [34].

6. Escenarios

Los escenarios siguientes son marcos analíticos condicionales, no previsiones. Cada uno se define por un disparador observable. Los efectos cuantitativos del primero son un cálculo ilustrativo propio.

Escenario	Disparador	Efecto contable y en las empresas	Transmisión a la economía	Señales a vigilar
A. Absorción	La demanda de cómputo cubre los contratos; los centros se energizan en plazo	Los arrendamientos comienzan y pasan al balance; las GVR no se ejecutan; las calificaciones se mantienen. El gasto de alquiler comprime márgenes pero se cubre con ingresos	Neutro o positivo: el crédito privado cobra, el empleo y la inversión se sostienen. Riesgo residual de infravalorar el apalancamiento	Ritmo de inicios frente a gigavatios energizados; ingresos de nube; cartera de pedidos
B. Desaceleración ordenada	Demanda inferior al plan; retrasos de obra o de suministro eléctrico; renegociación de plazos	Algunas GVR se acercan a «probables»; se reconocen pérdidas puntuales; capacidad ociosa. Los inquilinos más débiles sufren primero	Ajuste de inversión sin crisis financiera; el crédito privado reprecia con pérdidas localizadas	Cambios en la ventana de inicio que declaran los 10-Q; avisos de fuerza mayor; coste de seguros

Escenario	Disparador	Efecto contable y en las empresas	Transmisión a la economía	Señales a vigilar
C. Corrección con estrés financiero	Caída de valoraciones de IA con rendimientos altos y tensión en los mercados no bancarios	Varias GVR probables a la vez; revisiones de calificación; reevaluación de VIE; recortes de inversión; riesgo de correlación por pocos inquilinos	Pérdidas en aseguradoras y fondos de pensiones (el estrés del BCE sugiere ≈4 % de activos en aseguradoras y 5-6 % en pensiones [30]); efecto sobre bancos que financian a los financiadores [20]; menor crecimiento	*Spreads* de crédito privado y bonos de proyecto; emisión de ABS de centros de datos; informe del BCE del 18-nov [20]
D. Respuesta regulatoria y contable	El regulador o el emisor de normas exige más divulgación o endurece los umbrales; las agencias ajustan	Reclasificación sin cambio de caja; mayor coste de la estructura fuera de balance; menor ventaja relativa	Efecto macro limitado; podría frenar la entrada de crédito privado y encarecer la inversión	Notas de los 10-K de 2026; ajustes de Moody's y S&P [14][15]; PCAOB y asuntos críticos de auditoría

Tabla 3. Escenarios, mecanismos y señales. Elaboración propia.

6.1 Ilustración cuantitativa del escenario A

Para dimensionar el salto contable, se descuentan los 1,21 billones nominales a tipos de entre el 4 % y el 6 % con plazos de 15 a 25 años y pagos uniformes. El valor presente representa entre el 51 % y el 74 % del nominal, es decir, entre 0,6 y 0,9 billones. Sumados a los aproximadamente 285.000 millones ya reconocidos [15], los pasivos por arrendamiento de los cinco grupos se multiplicarían por 3-4. El cálculo ignora renovaciones, escalados contractuales y diferencias de fechas, y no sustituye a los datos de cada empresa, que no publican tipo ni plazo para los contratos no iniciados.

6.2 La transmisión macrofinanciera en el escenario C

El mecanismo relevante es de intermediación, no de balance. Un bono de proyecto A+ y amortizable a 2049 no tiene riesgo de refinanciación inmediato; el riesgo está en las garantías, en el valor residual de un activo muy especializado y en la concentración de inquilinos (OpenAI acumula más de 1,4 billones de compromisos de cómputo con varios proveedores [21]). El Banco de Inglaterra alerta de que la financiación opaca y a veces «circular» puede dificultar el análisis de riesgos [19], y Frank Elderson (BCE) recuerda que un banco puede financiar a la vez al proveedor de crédito privado y a las empresas a las que este presta [20]. El BCE y el FMI sitúan a aseguradoras y fondos de pensiones como los puntos de absorción de pérdidas [17][30]. Conviene matizar la analogía con 2008: el crédito privado equivale a un 4,7 % del PIB de Estados Unidos, frente a un 11 % de las hipotecas subprime antes de la crisis [30]; no es una réplica, pero sí un canal nuevo y poco observado.

7. Lectura crítica y límites del análisis

- **Qué sí está establecido:** los importes de los arrendamientos no iniciados, las exposiciones máximas de Meta y Alphabet y el marco normativo, todos documentados en archivos de la SEC [9][10][11][13].
- **Qué no lo está:** el valor razonable de los campus al fin de los arrendamientos [23]; el reparto de la garantía entre los socios de cada vehículo y la identidad del socio del vehículo de Texas [23]; la correlación real entre estructuras que dependen de los mismos inquilinos.
- **Muestra pequeña.** Hyperion es la primera operación de esta escala y no hay historial de ejecución de GVR en centros de datos de IA, de modo que no existe una estimación empírica de pérdida en caso de impago. Se deben evitar inferencias sobre una población de unos pocos casos.

- **Argumentos a favor de la tesis benigna:** flujos de caja y calificaciones sólidos de los hiperescalares; contratos respaldados por una cartera de pedidos creciente [32][33]; divulgación completa y auditoría con opinión favorable [7]. Son argumentos serios, pero se debilitan si la cartera depende de partes vinculadas o de clientes financiados por los propios proveedores.
- **Conflictos de interés a tener en cuenta:** Morgan Stanley fue colocador único de Hyperion y vende investigación sobre crédito privado [16][23]; Cembalest trabaja en una gestora competidora de Blue Owl [22]; las agencias cobran por calificar los proyectos; varios de los datos agregados proceden de recopiladores secundarios [23][24]. Este análisis no ha tenido acceso a informes de pago de las agencias: Moody's se cita a través de Fortune y Bisnow [14].

La literatura sobre arrendamientos operativos lo anticipó hace décadas: la capitalización constructiva alteraba materialmente ROA y endeudamiento [25], los mercados parecían valorar la información de las notas [26] y los ratios se veían muy afectados [27]. La novedad no es el fenómeno, sino su escala y el hecho de que financiadores no bancarios asuman el otro lado.

8. Qué vigilar

- Informe de Estabilidad Financiera del BCE (18-nov-2026) [20] y los próximos informes del FMI y del Banco de Inglaterra [17][19].
- 10-K de 2026 (primer trimestre de 2027): evolución de la exposición máxima a VIE, de las GVR y de los *backstops*, y si cambia la calificación de «probable» de alguna.
- Ritmo de inicio de los arrendamientos frente a la capacidad energizada y cambios en las ventanas de inicio declaradas en los 10-Q.
- Ajustes de deuda de Moody's y S&P; *spreads* de bonos de proyecto y crédito privado ligado a IA.
- Asuntos críticos de auditoría y posibles cambios en divulgación exigida por la SEC o el FASB.

Anexo. Discrepancias entre fuentes y criterio adoptado

Concepto	Valores encontrados	Criterio
Deuda del vehículo de Meta	27.000 (promedio de prensa); 27.294 / 27.300 (emisión); 28.800 (capital total comprometido); «30.000» (titulares)	27.300 como deuda; 28.800 como capital total [23]
Garantía de valor residual	≈28.000 (Hyperion, 2025-26); 41.493 (dos vehículos, 30-9-26)	Se distinguen: 28.000 es Hyperion; 41.493 es el total [8][9]
Vida de la garantía	16 años (cobertura de pérdida del vehículo); decae a cero a los 20 años	Se citan ambas con su fuente [22][23]
Microsoft, no iniciados	196.600 (31-3-26); 329.100 (30-6-26); 364.600 (30-9-26, secundaria)	Se usa 329.100 (primaria) [10]
Amazon, no iniciados	106.347 (31-3-26); 137.214 (30-6-26); 164.922 (30-9-26, secundaria)	Se usa 137.214 (primaria) [12]
Alphabet, no iniciados	75.600 (31-3-26); 85.200 (30-6-26); 130.500 (30-9-26)	Se usa 130.500 (primaria) [13]
Cifra agregada	662.000 (Moody's, cierre 2025); 1.090.000 (Reuters, mediados de 2026); 1.650.000 (Nikkei, incluye compromisos de compra); 1.212.500 (suma propia)	Perímetros y fechas distintos: no son comparables entre sí [14][15][24]

Tabla A1. Discrepancias. Cifras en millones de dólares. No se ha usado la afirmación, procedente de un blog, de que la SEC habría validado la estructura de Meta mediante una carta privada, por no haberse podido verificar. Los párrafos ASC 842-10-30-5(f) (GVR en los pagos del arrendamiento) y IFRS 16.59(b)(iv) se citan de la codificación vigente; el primero no se ha podido contrastar literalmente en las fuentes consultadas.

Datos de documentos presentados ante la SEC hasta el tercer trimestre de 2026 y de prensa y organismos hasta el 9-nov-2026. Convención: «billón» = 10^{12} (trillion); «mil millones» = 10^{9} (billion). Los números entre corchetes remiten a las Referencias, donde cada fuente está clasificada como primaria (documento original) o secundaria (recopilación).

Referencias

[1] FASB, ASC 842-20-25-1 (reconocimiento en la fecha de inicio), vía Deloitte DART, Roadmap Leasing, cap. 8.4. https://dart.deloitte.com/USDART/home/codification/broad-transactions/asc842-10/roadmap-leasing/chapter-8-lessee-accounting/8-4-recognition-measurement

[2] FASB, ASC 842-20-50-3(b) (arrendamientos no iniciados), vía Deloitte DART, cap. 15. https://dart.deloitte.com/USDART/home/codification/broad-transactions/asc842-10/roadmap-leasing/chapter-15-disclosure

[3] FASB, ASC 810-10-25-38A a 38G (beneficiario principal de una VIE), vía PwC Viewpoint. https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/accounting_guides/utilities_and_power_/utilities_and_power__US/chapter_10_consolida_US/104_identifying_the__US.html

[4] Deloitte DART, Roadmap Leasing, 3.4 (comparación de umbrales entre ASC 810 y ASC 842). https://dart.deloitte.com/USDART/home/codification/broad-transactions/asc842-10/roadmap-leasing/chapter-3-identifying-a-lease/3-4-right-control-use-identified

[5] IFRS Interpretations Committee, documentos AP12A (nov. 2014) y AP5 (mar. 2015), IFRS 10, control de una entidad estructurada por un arrendatario operativo; IASB, IFRS 10 e IFRS 12 (2011). https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2014/november/ifrs-ic/ifrs-10-consolidated-financial-statements/ap12a-single-asset-held-under-an-operating-lease.pdf ; https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2015/march/ifrs-ic/ifrs-10-consolidated-financial-statements/ap5-single-lessee-single-asset.pdf

[6] BDO, Drafting new IFRS 16 disclosures (2020), sobre IFRS 16.59(b). https://www.bdo.com.au/en-au/content/accounting-news/accounting-news-august-2020/drafting-new-ifrs-16-disclosures

[7] Meta Platforms, Inc., Form 10-K 2025 (asunto crítico de auditoría de EY sobre la consolidación de la VIE). https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000162828026003942/meta-20251231.htm

[8] Meta Platforms, Inc., Form 10-Q, 1T 2026 (VIE, GVR de ≈28.000 M$, no beneficiario principal). https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001326801/000162828026028526/meta-20260331.htm

[9] Meta Platforms, Inc., Form 10-Q, 3T 2026 (arrendamientos no iniciados 355,73 mil M$; exposición máxima a VIE 68.404 M$; compromisos 454,52 mil M$; deuda a largo plazo 80.922 M$). https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001326801/000162828026066773/meta-20260930.htm

[10] Microsoft Corp., Form 10-K, ejercicio 2026 (329,1 mil M$ no iniciados). https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000789019/000119312526323660/msft-20260630.htm

[11] Oracle Corp., Form 10-K, ejercicio 2026 (260 mil M$; aval de 3,3 mil M$). https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001341439/000119312526277521/orcl-20260531.htm

[12] Amazon.com, Inc., Form 10-Q, 2T 2026 (137.214 M$ no iniciados). https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001018724/000101872426000026/amzn-20260630.htm

[13] Alphabet Inc., Form 10-Q, 3T 2026 (130,5 mil M$ no iniciados; 75,7 mil M$ de *backstops*). https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001652044/000165204426000084/goog-20260930.htm

[14] Lichtenberg, N. (2026, 25 feb.). Moody's flags $662 billion risk at the heart of the data center build-out by just 5 companies. Fortune (informe de Moody's, D. Gonzales y A. Drake). https://fortune.com/2026/02/25/hyperscaler-risk-off-balance-sheet-662-billion-data-center-commitments-meta-amazon-microsoft-oracle-alphabet/ ; Bisnow: https://www.bisnow.com/news/national/data-center-capital-markets/tech-giants-hiding-662b-data-center-leasing-possibly-far-more-133408

[15] Reuters (2026, 4-5 ago.). Big Tech commits ≈$1.09 trillion to AI data-center leases not yet begun; vía Virginia Business https://virginiabusiness.com/big-tech-commits-1-trillion-ai-data-centre-leases/ y Let's Data Science https://letsdatascience.com/news/big-tech-accumulates-109-trillion-in-data-center-leases-a22ef8da

[16] Morgan Stanley Research. Bridging a $1.5tr Data Center Financing Gap. https://prod-mssip.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/Research_Bridging-Data-Center-Gap.pdf

[17] IMF (2026, 13 oct.). Press Briefing Transcript, Global Financial Stability Report, Annual Meetings 2026. https://imf.org/en/news/articles/2026/10/13/tr-101326-press-briefing-transcript-global-financial-stability-report-annual-meetings-2026

[18] Eren, E., Krohn, I. y Todorov, K. (BIS), nota de marzo de 2026, vía Insurance Journal/Bloomberg. https://www.insurancejournal.com/news/international/2026/03/17/862128.htm

[19] Bank of England, Financial Policy Committee, acta de la reunión del 25-sep-2026, vía FStech. https://fstech.co.uk/fst/Bank_of_England_warns_AI_poses_threat_to_interconnected_financial_stability.php

[20] Bloomberg/ECB (2026, nov.), vía roic.ai: revisión de préstamos bancarios a centros de datos; declaraciones de F. Elderson y B. Vujčić. https://www.roic.ai/news/ecb-weighs-review-of-banks-ai-data-center-lending-as-supervisory-scrutiny-grows-11-06-2026

[21] Financial Times (dic. 2025) sobre >120 mil M$ de deuda de centros de datos movidos a vehículos, vía Enterprise. https://enterpriseam.com/ksa/2025/12/25/how-off-balance-sheet-financing-is-masking-the-true-cost-of-the-ai-boom/

[22] Cembalest, M. (J.P. Morgan Asset Management), Mea Culpa: my comments on Blue Owl SPV economics with Meta. https://www.linkedin.com/pulse/mea-culpa-my-comments-blue-owl-spv-economics-meta-michael-cembalest-n6pbe (autor vinculado a una gestora; ver conflictos de interés).

[23] FourWeekMBA (1 nov. 2026). How Big Tech Finances AI Data Centres Off Balance Sheet, y notas sobre los 10-Q de Meta, Alphabet y Oracle. https://fourweekmba.com/ai-data-center-off-balance-sheet-financing/ ; https://fourweekmba.com/ai-metas-data-center-venture-exposure-rises-49-to-68-4b/ ; https://fourweekmba.com/ai-google-and-meta-back-data-center-partners-with-up-to-133b/

[24] Nikkei Asia (2026) vía Real Investment Advice, Hidden Debt: Is Our Hyperscaler Thesis Wrong? https://realinvestmentadvice.com/resources/blog/hidden-debt-is-our-hyperscaler-thesis-wrong-part-2/

[25] Imhoff, E. A., Lipe, R. C. y Wright, D. W. (1991). Operating leases: Impact of constructive capitalization. Accounting Horizons, 5(1), 51-63.

[26] Ely, K. M. (1995). Operating lease accounting and the market's assessment of equity risk. Journal of Accounting Research, 33(2), 397-415. https://doi.org/10.2307/2491495

[27] Beattie, V., Edwards, K. y Goodacre, A. (1998). The impact of constructive operating lease capitalisation on key accounting ratios. Accounting and Business Research, 28(4), 233-254. https://doi.org/10.1080/00014788.1998.9728913

[28] Powers, W. C., Troubh, R. S. y Winokur, H. S. (2002). Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.

[29] FASB (2003). Interpretation No. 46 (revised December 2003), Consolidation of Variable Interest Entities (hoy codificada en ASC 810).

[30] ECB, Financial Stability Review, mayo 2026 (prueba de estrés: ≈4 % de activos en aseguradoras, 5-6 % en fondos de pensiones; crédito privado ≈4,7 % del PIB de EE. UU.), vía Startup Fortune (a su vez basada en el Financial Times y el Wall Street Journal). https://startupfortune.com/christine-lagarde-puts-ais-debt-fueled-buildout-on-the-financial-stability-watchlist/

[31] BTW Media (2026). Microsoft $329.1bn uncommenced datacentre leases. https://btw.media/en/microsoft-329-1bn-uncommenced-datacentre-leases

[32] AI2Work (2026). Microsoft's $678B backlog meets Big Tech's $800B AI capex bill. https://ai2.work/blog/microsoft-s-678b-backlog-meets-big-tech-s-800b-ai-capex-bill

[33] Winbuzzer (30 oct. 2026). How Alphabet could end up paying other companies' data-center bills; The Next Web, Alphabet's AI commitments pass $1tn. https://winbuzzer.com/2026/10/30/alphabet-could-pay-other-companies-data-center-bills-xcxwbn/ ; https://thenextweb.com/news/alphabet-commitments-1tn-ai-agents-10-q

[34] Gotrade (2026). Meta's AI project accounting sparks US Senate probe demand; 24/7 Wall St. vía AOL. https://www.heygotrade.com/en/news/metas-ai-project-accounting-sparks-us-senate-probe-demand/

[35] Morgan Lewis (2020). SEC adopts amendments to modernize and enhance MD&A and other financial disclosures (19-nov-2020). https://morganlewis.com/pubs/2020/11/sec-adopts-amendments-to-modernize-and-enhance-managements-discussion-and-analysis-and-other-financial-disclosures

[36] SEC, Fact Sheet de 19-nov-2020 (Items 301, 302 y 303 de Reg. S-K; Items 2.03 y 2.04 del Form 8-K), vía JD Supra. https://jdsupra.com/legalnews/modernization-of-management-s-64256

[37] Mayer Brown (2020). SEC adopts significant changes to MD&A and related disclosures, vía Mondaq. https://www.mondaq.com/unitedstates/securities/1009976/sec-adopts-significant-changes-to-mda-and-related-disclosures