Revista de Contabilidad y Dirección
Vol. 12, año 2011, pp. 73-94

Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos

JOSÉ LUIS MARTÍN MARÍN
Universidad Pablo de Olavide de Sevilla

CECILIA TÉLLEZ VALLE
Universidad Pablo de Olavide de Sevilla

Fecha de recepción: 15/11/10
Fecha de aceptación: 25/02/11

Resumen

En el presente trabajo se tratan dos tipos de fuentes de financiación internacional accesibles a entidades de gran dimensión. De un lado, los créditos sindicados, donde el carácter internacional lo suelen aportar las distintas nacionalidades de los prestatarios o participantes del sindicato bancario; de otro lado, los bonos internacionales y los eurobonos, cuya emisión respectivamente se lleva a cabo por un prestatario extranjero en la moneda del país donde se coloca o en el euromercado.

Se detallan los tipos y procesos de sindicación de los créditos y el proceso de colocación de los bonos. Asimismo, y referidos a ambos mercados, se describe la tipología de instrumentos, el proceso de aseguramiento de las emisiones y los agentes participantes, explicitándose sus funciones y comisiones percibidas.

Por último, se completa el estudio con algunos anuncios o *tombstones* de operaciones de créditos y bonos y algunas estadísticas actuales que plasman los efectos de la crisis financiera en la emisión y negociación de estos instrumentos.

REVISTA 12 CAST.indd 73 05/05/11 13:41

Palabras clave

Financiación internacional, renta fija, bono internacional, eurobono, crédito sindicado, lápida.

Abstract

In this paper two kinds of international financing sources available for large companies are shown. On the one hand, syndicated loans or credits, whose international character is given by the different nationalities of their lenders or participants in the banking syndication. On the other hand, international bonds and Eurobonds are studied. The former are issued by a foreign borrower in the local currency of the country where the instruments are sold; the latter are issued in the Euromarket.

The types and processes of syndication and selling of credits and, additionally, the process of selling bonds are studied. Moreover, for both markets, the range of possibilities of financing, the process of underwriting, the agents, their functions and the negotiated commissions are described.

Finally, some tombstones and the latest statistics are shown, where consequences of the financial crisis is evidenced.

Keywords

International financing, fixed income, international bond, eurobond, syndicated credit, tombstone.

1. Introducción

Las necesidades de financiación, vía endeudamiento, de los grandes prestatarios suelen cubrirse con dos instrumentos clásicos, los créditos sindicados y las emisiones internacionales de bonos. Su tipología suele ser muy variada ya que puede tratarse de empresas multinacionales o nacionales pero también de otras entidades, como los Tesoros Públicos de algunos países, o de organismos supranacionales.

Algunos autores como López (2006), Ranhema (2006), Martín *et al.*, (2006), Kozikowski (2007), Grath (2008) o Czinkota, *et al.* (2010) tratan alguno de estos mercados de deuda, sus garantías y participantes.

El carácter internacional de los créditos sindicados viene dado por el sindicato bancario de las entidades prestamistas, donde es probable encontrarlas de diferentes nacionalidades. Sin embargo, pueden darse casos de créditos sindicados de carácter puramente doméstico con la presencia de sólo bancos locales, aunque esto no sea lo más frecuente.

En cuanto a las emisiones internacionales de bonos, como su nombre indica, se las supone siempre una proyección más allá de las fronteras de un determinado país y uno de sus destinos suele ser el denominado Euromercado. Es decir, son emisiones de bonos destinadas a inversores de diferentes nacionalidades y, en general, realizadas en monedas que pueden no coincidir con la del país del emisor o prestatario.

Estamos pues, ante instrumentos de deuda con ciertas similitudes entre ellos con el nexo común de estar diseñados para grandes préstamos o prestatarios y muchas veces ligados a proyectos de inversión de cierta envergadura o a compras apalancadas de compañías (*leveraged buy-out).*

En el presente artículo continuaremos con los siguientes apartados:

– Tipología de los créditos sindicados.
– Tipología de las emisiones internacionales de bonos.
– Comparación, ventajas e inconvenientes.
– Conclusiones.

2. Tipología de los créditos sindicados

2.1. El mercado de créditos

En los mercados de crédito domésticos lo normal es que una empresa o entidad prestataria mantenga relaciones crediticias con uno o más bancos basadas en contratos unilaterales, es decir, prestamista a prestamista. En estos casos, además, suele haber una entidad bancaria con la que se realizan operaciones, no sólo crediticias sino de diversa índole tanto de activo como de pasivo, y con la que se mantiene una relación de cliente preferencial.

Sin embargo, en el crédito sindicado la relación es de carácter multilateral entre el prestatario y un variado grupo de prestamistas. El crédito se proporciona por un conjunto de entidades y se estructura, se acuerda y se administra por uno o varios de los bancos comerciales o de inversión que formen parte del sindicato y que son conocidos como *arrangers* o promotores.

El mercado de créditos sindicados es muy utilizado por las grandes empresas norteamericanas y europeas y su florecimiento, en la década de los años ochenta en Estados Unidos, hay que relacionarlo con las operaciones de adquisición de compañías mediante operaciones de alto riesgo basadas en compras apalancadas. En Europa, con la llegada del euro como moneda única en 1999, los créditos sindicados experimentaron un fuerte auge.

Sin embargo, los primeros créditos sindicados hay que datarlos en la década de los años setenta cuando fueron utilizados para canalizar fondos a las economías emergentes de África, Asia y especialmente de Latinoamérica (Gadanecz, 2004). Pero el mercado se hundió en 1982 cuando México suspendió los pagos de intereses de su deuda soberana, acción que fue seguida por otros países como Brasil, Argentina, Venezuela y Filipinas. En 1987, Citibank dio por fallidos una gran parte de sus créditos a países emergentes y otros grandes bancos norteamericanos hicieron lo mismo. Lo anterior propició el conocido plan Brady de bonos, parcialmente garantizados por el Tesoro de Estados Unidos, que fueron canjeados por los créditos impagados. Los bonos Brady impulsaron un renacimiento del mercado de créditos sindicados que despegó fuertemente en los años noventa. Pero ya la gama de prestatarios se había ampliado, de los soberanos originales a las grandes corporaciones de los países industrializados.

2.2. Tipos de sindicación

Los tipos de sindicación suelen ser variados pero cabría distinguir tres principales:

– Crédito asegurado o *underwritten deal*.
– Sindicación al mejor esfuerzo o *best-efforts syndication*.
– Club de sindicación o *club loan*.

En el caso del crédito asegurado, los promotores o *arrangers* garantizan la colocación total del crédito y luego comienzan su proceso de sindicación. Si los directores no pueden sindicar totalmente la cantidad objetivo de la operación se verían forzados a absorber la diferencia.

Los créditos se aseguran por dos razones fundamentales. En primer lugar, porque el aseguramiento puede ser un argumento competitivo a la hora de conseguir clientes. En segundo lugar, porque por un crédito asegurado se cobran comisiones más altas. Si el precio del crédito es flexible, es

REVISTA 12 CAST.indd 76 05/05/11 13:41

decir, si se establece un rango de tipos de interés, por ejemplo de LIBOR + 250 p.b. a LIBOR + 300 p.b. en dólares, y luego se concreta según la situación del mercado, la operación de aseguramiento puede considerarse no demasiado arriesgada.

En la sindicación al mejor esfuerzo el grupo de bancos promotores se compromete, por lo general, a asegurar una cantidad menor que la de la totalidad del crédito, dejando el resto a las vicisitudes del mercado. Este tipo de operativa se solía utilizar para prestatarios con alto riesgo de crédito y para transacciones complejas. Sin embargo, desde finales de los años noventa, la creciente aceptación de fórmulas flexibles para determinar el tipo de interés de los créditos, *market-flex language*, ha propiciado el auge de las sindicaciones al mejor esfuerzo, incluso para prestatarios con grado de inversión.

Por último, el club de sindicación se utiliza para créditos de pequeño volumen, entre 25 y 100 millones de dólares. El crédito se comercializa con un grupo de prestamistas y el banco promotor es uno más entre pares, repartiéndose las comisiones, por igual o casi, entre las entidades participantes.

2.3. El proceso de sindicación

La sindicación de créditos suele estar muy relacionada con las compras apalancadas de empresas o *leveraged buy-out*, a las que aludíamos con anterioridad. Es decir, uno de los objetivos primarios de los créditos sindicados es proveer fondos en operaciones de fusiones y adquisiciones. Sin embargo, otros objetivos pueden darse también tales como la financiación de proyectos de expansión empresariales, reestructuraciones de compañías o, incluso, créditos para capital circulante.

De cualquier modo, los procedimientos de sindicación suelen ser bastante similares. Para empezar, el banco promotor o *arranger* preparará un memorandum informativo, *information memo*, que incluirá un sumario ejecutivo de la transacción, consideraciones sobre la inversión, un listado de plazos y condiciones, un panorama del sector económico en cuestión y el modelo de planificación financiera pertinente de la compañía concernida. Además, dado que los créditos son activos no cotizados, el momorándum será una oferta confidencial efectuada sólo para bancos calificados e inversores acreditados. Mientras se prepara el memorándum, también denominado *bank book* en el argot del mercado, los bancos promotores solicitarán, de modo informal, la opinión de los potenciales inversores y a qué

REVISTA 12 CAST.indd 77 05/05/11 13:41

precio, es decir, tipo de interés más comisiones, estarían dispuestos a participar en el sindicato. Con la información recogida los *arrangers* realizarán una propuesta formal a los posibles inversores potenciales. Lógicamente, todo el proceso suele culminar con reuniones multilaterales entre los bancos interesados aunque, para créditos de poco volumen, reuniones bilaterales o incluso llamadas telefónicas pueden bastar.

No obstante, lo importante es entender que el crédito sindicado es un documento flexible que puede revisarse y reconsiderarse, después de firmado, cada cierto tiempo. Las enmiendas requerirán, según su importancia, diferentes niveles de acuerdo dentro del sindicato bancario. Así, la renuncia a alguna cláusula del convenio puede no ser complicada pero un cambio en el paquete de garantías crediticias puede necesitar el consenso de todos los bancos implicados.

Surge, pues, una diferencia con la emisión de bonos, que suele ser una operación mucho más rígida donde el cambio de cláusulas o *covenants*, es mucho más complicado e incluso imposible de implementar. En un crédito sindicado, el número de prestatarios no suele ser muy elevado, tratándose además de inversores calificados. En una emisión de bonos el número de inversores puede ser muy considerable y, además, disperso geográficamente hablando. Por tanto, entre las ventajas de la sindicación, hay que considerar su mayor flexibilidad.

2.4. Participantes en el sindicato

La estructura de los bancos participantes en una sindicación de crédito puede ser bastante compleja y, generalmente, de tipo piramidal.

Según la *Loan Market Asssociation* pueden distinguirse diversas figuras entre las que se señalan:

– El *arranger* o banco promotor, también llamado, a veces, *mandated lead arranger* o banco mandatario principal. Como queda dicho, el banco promotor es el responsable de iniciar el proceso de sindicación y de negociar las condiciones del crédito, en particular tipos de interés y comisiones así como plazos y garantías crediticias. Por otra parte, el banco promotor es probable que tenga establecida con el prestatario una relación comercial previa que venga de antiguo.
– El banco que actúa como *bookrunner* o encargado de la llevanza de los libros; se refiere a la entidad que empieza a formar el sindicato de prestatarios y que suele ser uno de los bancos promotores.

REVISTA 12 CAST.indd 78 05/05/11 13:41

– Los bancos co-promotores o *co-arrangers* que convienen en tomar una parte del crédito a conceder y luego buscan otras instituciones dispuestas a participar en dicha cuota.
– El banco agente, *agent*, que es uno de los bancos del sindicato al que se le encarga un determinado conjunto de funciones tales como el mantenimiento del contacto con el prestatario, la comprobación de que el acreditado cumpla con los términos del contrato o ser el agente de pagos. Todos los pagos, desde los prestamistas al prestatario y viceversa, han de tramitarse a través del banco agente.

Las figuras, hasta aquí descritas, son las de los participantes de clase *senior* en la sindicación a los que pueden añadirse los sindicados de tipo junior o bancos sin otras funciones que las de aportar un determinado volumen de financiación a la operación crediticia.

Obviamente, pueden existir otros tipos de participantes en los créditos sindicados e incluso con nombres diferentes a los mencionados, pero lo esencial queda dicho.

2.5. Tipos de créditos, precios y comisiones

En lo fundamental, existen dos tipos de créditos sindicados aunque la división puede aplicarse también a operaciones simples de carácter bilateral. Debe distinguirse entre créditos a plazo, o *term loan facilities* y créditos renovables o *revolving loan facilities*.

En el crédito a plazo, los prestamistas proporcionan una cierta suma de fondos por un determinado periodo de tiempo. Al acreditado se le permite un corto espacio de tiempo durante el cual puede retirar fondos hasta el límite máximo especificado en la operación. La devolución del crédito puede hacerse a plazos, *amortising credit*, o de una vez al término del contrato, *bullet credit*. Una vez que el crédito ha sido cancelado no puede volver a ser utilizado.

En el caso del crédito renovable, el prestatario cuenta con un monto máximo de capital disponible por cierto periodo de tiempo. Pero, al contrario de lo que ocurre en el crédito a plazo, este tipo de convenio permite al usuario retirar fondos, devolverlos y volverlos a utilizar durante el tiempo de vigencia del mismo. Cada porción del crédito se puede tomar por un periodo de tiempo, usualmente uno, tres o seis meses, transcurrido el cual se suele reembolsar. Se trata, por tanto, de un instrumento de financiación muy flexible. También es posible la combinación de créditos a plazo con

REVISTA 12 CAST.indd 79 05/05/11 13:41

créditos renovables ya que, al tratarse de un típico mercado *over the counter*, las operaciones a medida de las necesidades de los clientes son muy frecuentes.

El prestatario que decide entrar en un crédito sindicado ha de tener en cuenta, no sólo el interés a pagar por el mismo, fijo o variable, sino también el monto de las comisiones, que puede llegar a ser elevado.

En cuanto al tipo de interés, éste suele ser de carácter variable aunque pudiera darse también el tipo fijo. El tipo variable suele indexarse al LIBOR, en monedas fuertes como el dólar o la libra, y al EURIBOR, más un *spread*. Por ejemplo, LIBOR en dólares + 120 p.b.

La estructura de las comisiones puede ser bastante compleja. Siguiendo a Gadanecz (2004) y distinguiendo entre las pagaderas al principio de la operación, *front-end*, y las de carácter anual, *per annum*, se relacionan las siguientes:

Pagables al principio:
- Comisión de promoción o *arrangement fee*. La cobran los promotores por la organización del sindicato.
- Comisión legal o *legal fee*. La cobra el asesor legal.
- Comisión de aseguramiento o *underwriting fee*. La perciben los aseguradores de la emisión.
- Comisión de participación o *participation fee*. Percibida por los participantes de clase *senior* del sindicato.

Pagables anualmente:
- Comisión de disponibilidad o *facility fee*. Percibida por los bancos aunque no se utilice el crédito al completo.
- Comisión de compromiso o *commitment fee*. Cargada por la parte no utilizada del crédito.
- Comisión de utilización o *utilisation fee*. Cargada por la parte utilizada del crédito.
- Comisión de agencia o *agency fee*. Pagada al banco agente por sus servicios.

También puede darse la comisión por prepago, *prepayment fee*, si se produce el reembolso anticipado del crédito y pagable en el momento en que ello se produzca.

Según Gadanecz (2004), los participantes de clase junior del sindicato es posible que no lleguen a cobrar comisiones siendo su retribución sólo por la vía de los intereses a percibir. Por otra parte, las comisiones suelen

REVISTA 12 CAST.indd 80 05/05/11 13:41

ser mayores para los créditos basados en el EURIBOR que en el LIBOR. También ocurre que el costo total de los créditos a países emergentes, intereses más comisiones, suele ser más elevado que el de los países industrializados para compensar por el mayor riesgo de crédito.

Adicionalmente, para cubrir los riesgos soportados por los distintos agentes, se establecen unas provisiones contables, tan importantes en épocas de inestabilidad financiera, estudiadas ampliamente por Miles (2009).

2.6. Mercado secundario

En el mercado de créditos sindicados, aparte del segmento primario o de originación, existe también un segmento secundario o de negociación.

Para que exista un mercado secundario de créditos sindicados es indispensable la estandarización de la documentación utilizada. A este respecto, cuerpos profesionales como la *Loan Market Association*, tanto la de Europa como la de la zona Asia-Pacífico, han contribuido a la mayor liquidez del mercado secundario mediante la normalización de los contratos de sindicación.

Para la viabilidad del mercado secundario, es condición indispensable que los créditos lleven cláusulas de transferibilidad que permitan la sustitución de unos prestamistas por otros. Hoy en día, muchos créditos sindicados son transferibles. En Estados Unidos, la existencia de un mercado secundario de créditos, tanto bilaterales como multilaterales, data de antiguo; en Europa el mercado es más incipiente pero sigue progresando.

Los participantes del mercado secundario pueden dividirse en tres categorías: creadores de mercado o *market makers*, negociantes habituales y negociantes ocasionales. Los bancos comerciales y de inversión son protagonistas bastante activos de este mercado así como otros inversores institucionales.

En el mercado secundario pueden encontrarse tres segmentos de negociación: el de créditos alrededor de la par; el de créditos a empresas con gran apalancamiento o de alto rendimiento y el de créditos fallidos. En este último segmento aparecen los denominados fondos buitres, *vulture funds*, especializados en créditos morosos y problemáticos.

2.7. Algunas estadísticas

Las estadísticas sobre créditos sindicados más fiables son las proporcionadas por el Bank *of International Settlements* (BIS) en su *Quarterly*

REVISTA 12 CAST.indd 81 05/05/11 13:41

Review. Tomando el periodo 2007- 1.º semestre 2010 se reportan los siguientes datos, reflejados en la tabla 1, donde se puede observar el impacto de la crisis económica en la sindicación de créditos, sobre todo en 2008 y 2009.

Año	Total	Prestatarios españoles
2007	2.777,0	112,4
2008	1.471,0	77,3
2009	998,1	81,8
2010 (1º semestre)	740,5	37,8

Tabla 1: Créditos sindicados internacionales (miles de millones de dólares)

2.8. Los anuncios sindicación

Es práctica habitual, en los mercados de crédito, el anuncio de las operaciones de sindicación mediante las denominadas lápidas o *tombstones*. Se trata de una publicidad que no pretende buscar el concurso de nuevos bancos al sindicato, puesto que éste está ya cerrado y la operación concluida, al menos en el mercado primario. De hecho suele aparecer, en la lápida, la siguiente nota: *This announcement appears as a matter of record only*, es decir, sólo a efectos de registro.

A título de ejemplo, presentamos el resumen de un comunicado de Deutsche Bank acerca de un crédito sindicado concedido a Zagrebacka Banka de Croacia.

Press Release Deutsche Bank

Euro 270 million term loan facility for Zagrebacka Banka D.D. signed in Opatija, Crotia

London, den 08. Juli 2003

Deutsche Bank AG and JP Morgan announced the EUR 270 m Term Loan Facility for Zagrebacka banka d.d. ('Zaba') which was signed in Opatija, Croatia.

After extremely successful pre-syndication and general syndication phases, the facility was heavily oversubscribed and the amount increased from initially EUR 150m to EUR 270m. According to Dealogic the transaction represents the largest ever syndicated loan for any private Central & Eastern European bank or financial institution.

The facility has a three years tenor and a margin of 0.65% p.a. At Zaba's request and the Lenders' discretion, it can be extended for a further two years. The purpose of the facility is to provide Zaba with funds for on-lending to its clients for general trade purposes and Deutsche Bank AG London is Facility Agent.

Banks were invited into the facility at general syndication at the following levels:

Title	Participation Fee (flat)
Arranger	50 bps
Co-Arranger	45 bps
Lead Manager	40 bps
Manager	35 bps
Participant	30 bps

Zaba is the largest bank in Croatia with total assets as of 31 December 2002 of EUR 7.214 bn. Zaba is 82.5% owned by Italy's Unicredito and 13.75% by Allianz AG and has an investment grade long term foreign currency rating from Standard & Poor's of BBB-.

List of financing Banks

Mandated Arrangers
Deutsche Bank AG London
JP Morgan plc
Arrangers
Alpha Bank A.E.
BayernLB
HSH Nordbank AG
ING Bank n.v.
Bank Austria Creditanstalt (member of the HVB Group)
Commerzbank Aktiengesellschaft
Erste Bank
KBC Bank N.V.
Wachovia Bank, National Association
Co-Arrangers
WGZ- Bank Westdeutsche Genossenschafts- Zentralbank eG
Lead Managers
Baden-Württembergische Bank AG
Bank of Montreal
Managers
American Express Bank GmbH
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., London Branch
Comercial Bank of Greece, S.A.
Israel Discount Bank of New York
Kommunalkredit Austria AG
Magyar Külkereskedelmi Bank Rt.
Participants
Adria Bank Aktiengesellschaft
Bank of Valletta plc
Zürcher Kantonalbank
LHB Internationale Handelsbank AG
National Savings and Commercial Bank Ltd (OPT Bank)
Raiffeisen Zentralbank Österreich Aktiengeselleschaft
Zivnostenská banka, a.s.

REVISTA 12 CAST.indd 83 05/05/11 13:41

3. Tipología de las emisiones internacionales de bonos

3.1. El mercado de bonos

Las emisiones internacionales de bonos presentan una tipología muy amplia y variada pero cabría realizar una distinción entre las obligaciones internacionales simples, *foreign bonds* y las euroobligaciones o eurobonos (Martín *et al*., 2006).

En los bonos u obligaciones internacionales simples la emisión se lleva a cabo por un prestatario extranjero en la moneda del país donde se coloca. En esta categoría se encuadrarían los antiguos bonos matador emitidos en pesetas y colocados en España por emisores extranjeros o los bonos *bulldog*, denominados en libras y colocados en el Reino Unido por prestatarios foráneos.

Por otra parte, las euroobligaciones o eurobonos consisten en títulos emitidos en el mercado internacional de capitales y, más concretamente, en cualquier país a excepción de aquel en cuya moneda está expresada la emisión. Por ejemplo, una empresa española realiza una emisión de obligaciones en eurodólares en el mercado alemán. La moneda puede, incluso, coincidir con la del prestatario, siendo el caso hipotético de una emisión de obligaciones de una compañía británica en eurolibras dirigida al mercado español.

El mercado de eurobonos recibe el nombre de Euromercado, sin una localización geográfica determinada pero con centros financieros muy activos como los de Luxemburgo, Irlanda, Reino Unido y Alemania.

3.2. El proceso de colocación

Las etapas esenciales en la emisión internacional de bonos son las siguientes:

– Anuncio. Lanzamiento público de la emisión e invitación a las entidades suscriptoras y vendedoras a participar en la distribución.
– Período de oferta. Presentación de la oferta y del propio emisor, con objeto de estimar la demanda de títulos para fijar las condiciones definitivas de la emisión.
– Cierre. Abono del importe de los bonos al emisor y finalización formal del proceso.

REVISTA 12 CAST.indd 84 05/05/11 13:41

El procedimiento de colocación de las emisiones puede ser por subasta competitiva o mediante compra directa, *bought deal*, donde la entidad que recibe el mandato de emisión acepta hacerse cargo de la misma en los términos prefijados.

La documentación necesaria para la colocación de los bonos consta de un folleto de emisión y de los contratos o acuerdos legales tomados con el sindicato bancario y otras instituciones, además de todas las exigencias documentarias propias del mercado de valores en que se pretenda negociar los títulos.

Grez *et al.* (2010) identifican cuatro costes específicos soportados en la emisión y colocación de la deuda en el extranjero, que son: el coste regulatorio, los costes de falta de información, los de falta de familiaridad con el mercado y los procedentes de diferencias culturales.

3.3. Participantes

Los participantes en la emisión de bonos internacionales se estructuran de modo parecido a como se hace en las sindicaciones de créditos que veíamos con anterioridad. Así, pueden considerarse como niveles de participación los siguientes:

– La entidad jefe de fila o banco director, *lead manager* o *book runner*, que recibe el mandato del prestatario y dirige todos los procesos administrativos, comerciales y documentarios de la operación.
– Las entidades co-directoras, *co-managers* o *co-leads*, que participan con la anterior en la dirección de la emisión y en la responsabilidad de su colocación.
– Las entidades o bancos aseguradores, *underwriters*, que se comprometen a garantizar la colocación de los títulos.
– Las entidades miembros del grupo de venta que comercializan los títulos entre los inversores finales.

Además, aparte de estos agentes y de los inversores, pueden aparecer en escena dos instituciones más:

– El comisario de los inversores, *trustee*, que media y actúa en representación de los mismos.
– La entidad gestora de pagos de la emisión, de los inversores al emisor y viceversa.

REVISTA 12 CAST.indd 85 05/05/11 13:41

3.4. Tipos de bonos, precios y comisiones

Entre las características comunes de las obligaciones internacionales simples y de los eurobonos pueden destacarse las siguientes:

– Son títulos negociables, cotizables en algunas Bolsas de Valores.
– La emisión se canaliza a través de un sindicato bancario, como ya se ha comentado.
– La solvencia del emisor debe estar constatada, por ejemplo, mediante la calificación por agencias de *rating*.
– La emisión deberá ser pública, apareciendo en la lápida o *tombstone* todos los datos relevantes como el nombre del emisor, la moneda de emisión, la cuantía, el tipo de interés, el vencimiento y los bancos que dirigen y participan en la colocación de los bonos.
– Los tipos de interés pueden ser fijos o variables. En estos últimos bonos, *floating rate notes* o FRN, el cupón se revisa periódicamente mediante un diferencial sobre el tipo de referencia prefijado.
– Los vencimientos más comunes oscilan entre los cinco y treinta años, aunque también pueden darse perpetuidades, es decir, bonos sin un vencimiento determinado. Adicionalmente, el vencimiento puede ser único sobre el total de la emisión, *bullet bond*, o amortizarse el empréstito de forma anticipada a elección del obligacionista, *put option*, o del emisor, *call option*. Bradley (1990), tras estudiar los bonos internacionales emitidos durante varios años, comprueba que en el mercado norteamericano suelen emitirse con cláusula *callable* y en el Euromercado sin esta opción.
– Las obligaciones pueden ser convertibles en acciones de la empresa emisora o llevar *warrants* incorporados.
– Los certificados de tenencia y las liquidaciones se suelen realizar a través de Euroclear o de Clearstream. Ambos son sistemas de depósito y liquidación informatizados para custodiar, entregar y realizar los pagos de los eurobonos.

En general, puede decirse que los bonos internacionales suelen presentar diferentes cláusulas o *covenants* que se traducen en muy variadas estructuras. Así, en el caso de bonos a tipo fijo, el cupón puede irse ajustando al alza, *step-up*, o a la baja, *step-down*. También, en los bonos a tipo variable, el cupón puede tener un límite máximo, *capped FRN* o un máximo y un mínimo, *minimax FRN*. En definitiva, la gama de posibilidades es tan grande que desbordaría la extensión de este trabajo una simple enumeración de las mismas.

REVISTA 12 CAST.indd 86 05/05/11 13:41

En cuanto a la determinación de los cupones, en particular los de clase variable, suele hacerse basándose en un diferencial sobre una referencia, normalmente la rentabilidad de los bonos soberanos, la curva de tipos del mercado interbancario o la de *swaps*.

Otra cuestión importante, en este contexto internacional, es la de la elección de la divisa de la emisión. Puede afirmarse que predominan las emisiones en las denominadas divisas fuertes o *hard currencies* tales como el dólar, el euro, la libra y el yen. Así, para el periodo de 1999 a 2004, las emisiones en dichas monedas suponían, respectivamente, el 42,8, el 41,0, el 6,7 y el 4,6 % del total del mercado primario (Cohen, 2005). A destacar, la rápida aceptación del euro como moneda de emisión.

Por último, en cuanto a la estructura de comisiones, ésta es parecida a la de los créditos sindicados pero algo menos compleja. Pueden señalarse las siguientes:

– Comisión de dirección *management fee*, compensación a las entidades directoras y co-directoras por su contribución a la puesta en marcha de la emisión.
– Comisión de suscripción o *underwriting fee*, a repartir entre las entidades suscriptoras, incluyendo a la directora y co-directoras.
– Comisión de venta o *selling fee*, deducción en el precio de los bonos que se otorga a las entidades financieras que se comprometen a su colocación.

Si la emisión es de tipo competitivo, se fijan los precios en términos netos, *all-in-cost*, por lo que no existen comisiones explícitas. Si la emisión se realiza por tramos, todas las comisiones se exigen al principio, por parte de los bancos participantes, y, en los lanzamientos sucesivos, se devengan exclusivamente las de venta.

Adicionalmente, Lau *et al*. (2010), analizan casi cuatro mil emisiones de bonos internacionales de más de treinta países y estudian el impacto beneficioso de la proximidad geográfica del *lead manager* a los prestatarios, lo que provoca un menor coste de emisión y una mayor probabilidad de aseguramiento de bonos arriesgados o sin calificación crediticia.

3.5. Mercado secundario

En los casos en que las emisiones sean importantes y haya volatilidad en los precios, es esencial la existencia de un mercado secundario líquido,

suficientemente desarrollado, que proporcione con rapidez precios de referencia y ofrezca contrapartidas adecuadas.

No obstante, debido a la dispersión geográfica de los operadores, una buena parte de los eurobonos cotiza en mercados no organizados u OTC, mientras otros lo hacen en centros de contratación organizados, principalmente en Londres y Luxemburgo. Para dotar de liquidez a las emisiones, los intermediarios o *dealers* y los creadores de mercado o *market makers* actúan por cuenta propia. El mercado secundario tiene mayor actividad cuanto mejor es la calidad crediticia del prestatario o su reputación y cuanto mayor es el volumen de la emisión. Además, la contratación decrece conforme se acerca la fecha de vencimiento, aspecto éste común a todos los títulos de renta fija.

El comprador de bonos, aparte del precio de mercado, tendrá que pagar al vendedor, como es habitual en los mercados de deuda, el cupón corrido o devengado, calculado mediante las convenciones habituales del cómputo de intereses. Es decir, los bonos, en estos mercados internacionales, suelen cotizar ex-cupón.

3.6. Algunas estadísticas

La crisis financiera, cuyo comienzo se data en 2007, ha influido notablemente en la emisión internacional de bonos. La actividad emisora sufrió un rápido descenso hacia finales de 2008 para luego recuperarse en 2009 batiendo todos los records. En el primer trimestre de 2010, la emisión bruta total de bonos de los países industrializados ascendió a 2,77 billones de dólares. Para el primer semestre de 2010, la emisión bruta, tanto de los países industrializados como de los emergentes, llegó a un monto total de 5,52 billones de dólares (Van Ristel *et al*., 2010).

Al aumentar el déficit de las cuentas públicas, sobre todo en los países industrializados, el protagonismo de las emisiones soberanas se ha acentuado. Téngase en cuenta que las emisiones de deuda pública de un determinado país suelen estar, en gran proporción, en manos de inversores extranjeros, entre otras por razones fiscales. Así, en el caso español, aproximadamente un 50% de la deuda del Tesoro es comprada por inversores foráneos. Esto hace que la deuda soberana de los países pueda ser considerada, a efectos prácticos, como emisiones internacionales de bonos.

Siguiendo a los mencionados Van Ristel *et al*. y con datos de Dealogic, puede realizarse la comparación entre la emisión internacional bruta de bonos del segundo trimestre de 2007, previo a la crisis, y la del mismo periodo de 2010, reflejada en la tabla 2.

REVISTA 12 CAST.indd 88 05/05/11 13:41

	Tipo Emisor	2º trimestre 2007	2º trimestre 2010
Países industrializados (%)	Sector Público	43	70
	Bancos	31	10
	Otras instituciones financieras	5	2
	Sociedades no financieras	11	6
Economías emergentes (%)	Todos los emisores	10	12
		100	100
Total bruto emitido (Miles de millones de dólares)	2.000	2.500	

Tabla 2: Emisiones internacionales brutas de deuda.

Obsérvese, como comentábamos, el creciente protagonismo de la deuda pública de los países industrializados. Por otra parte, siguiendo al BIS y aplicando una definición más estricta de bonos internacionales, es decir, los emitidos en el mercado internacional de capitales en divisas, se muestran las estadísticas de la tabla 3.

Año	Total	Prestatarios españoles
2008	2.424,3	161,6
2009	2,338,9	174,6
2010 (1º semestre)	698,2	14,1

Tabla 3: Emisiones internacionales netas de deuda (miles de millones de dólares)

3.7. Los anuncios de las emisiones

Las emisiones de bonos internacionales suelen anunciarse en la prensa económica especializada en las denominadas lápidas o *tombstones*, que ya comentábamos en el caso de la sindicación de créditos. Como con los créditos sindicados, no se trata de publicidad para atraer a nuevos inversores sino de anuncios de las emisiones ya colocadas. De hecho, también suelen llevar la advertencia de *as a matter of record only* al igual que en la publicidad de los créditos multilaterales.

Presentamos, a título de ejemplo, una notificación resumida de la compañía Fomento de Construcciones y Contratas (FCC), a la CNMV, acerca de una emisión de bonos convertibles dirigida a inversores internacionales calificados.

REVISTA 12 CAST.indd 89 05/05/11 13:41

REGULATORY DISCLOSURE

NATIONAL SECURITIES MARKET COMMISION (CNMV)

In compliance with the provisions of Article 82 of the Securities Market Law (Ley 24/1988 del Mercado de Valores), Fomento de Construcciones y Contratas, S.A. ("FCC" or the "Company") hereby notifies the National Securities Market Commission (CNMV) of the following

REGULATORY DISCLOSURE

I. Under the powers granted by the Ordinary General Meeting of Shareholders on 18 June 2008 and by the Board of Directors on 30 September 2009, the Executive Committee decided unanimously on 6 October 2009 to issue bonds exchangeable for shares of the Company (the "Bonds") and established the main conditions thereof, although some of the terms and conditions of the Bonds (the "Terms and Conditions") will be determined once the demand prospection to be conducted by the Joint Lead Managers (defined below) today is completed.

II. The main characteristics of the Bonds are as follows:

(a) The initial amount of the issue is of four hundred and fifty million euro (€450,000,000).

(b) The issue will be underwritten by Barclays Bank PLC and Société Générale (the "Joint Lead Managers") subject to the signature of a Subscription Agreement (defined Below) and will be aimed at international qualified investors.

(c) The Bonds constitute unsecured obligations of the Company and will rank *pari passu* among themselves and with the other existing and future ordinary unsecured debt claims against the Company, with the exception of certain 'bank loans amounting to €3,306,554,225, $186,900,000 and £153,850,000, the latter maturing on 30 December 2013, to which the will be subordinated, and of other debt claims with greater seniority under the law.

(d) The Bonds, which will be registered and have a face value of fifty thousand euros (€50,000), will be issued at par. The Bonds will constitute a single series and will be represented by registered certificates, initially in the form of a single global certificate (the "Global Certificate") but may be subsequently represented by definitive registered bonds ("Definitive Registered Bonds").

(e) The Bonds will accrue a fixed annual coupon, payable semi-annually, at a rate to be determined by the Company upon completion of demand prospection by the Joint Lead Managers but estimated to fall between 5.50% and 6.00% per year.

(f) Amortisation upon maturity of the Bonds will be for 100% of the face value.

(g) The Bonds will be exchangeable, at the bondholders' election, for pre-existing shares of the Company, subjected to the Terms and Conditions of the issue, which determine *inter alia* the period of exchange and the Exchange Prices.

4. Comparación, ventajas e inconvenientes

En la literatura financiera al uso se ha tendido, hasta ahora, a comparar las emisiones internacionales de bonos con los créditos unilaterales. Sin embargo, la comparación más significativa debiera ser con los créditos sindicados o multilaterales cuyas características y formas de colocación y aseguramiento les acercan más al mercado de bonos.

En los mercados europeos de capitales el predominio de los fondos captados mediante bonos y créditos sindicados es abrumador. Así, en 2007, se calculaba que la financiación mediante estos instrumentos ascendía al 94% del mercado primario siendo el resto del 6% debido a la emisión de acciones.

Aunque muchas compañías pueden hacer uso de ambas formas de financiación, incluso simultáneamente, parece, según Altunbas *et al.* (2009) que pueden establecerse ciertas diferencias entre los tipos de empresas que acuden a uno y otro mercado.

Desde un punto de vista teórico, las decisiones empresariales de financiación se caracterizan por los problemas de los costes de agencia y de in-

REVISTA 12 CAST.indd 90 05/05/11 13:41

formación asimétrica. Desde la perspectiva de los prestamistas, los bancos sindicados controlan y examinan a los potenciales prestatarios adquiriendo así información valiosa, sobre todo las entidades que actúan como promotoras o *arrangers*. Lo anterior no ocurre en el caso de emisiones de bonos, donde los inversores suelen ser muy numerosos y encontrarse dispersos geográficamente.

Desde la óptica de los prestatarios, pueden presentarse tres aspectos que ayudan a decidir entre la financiación vía bonos o vía créditos bancarios. Según los ya mencionados Altunbas *et al.* (2009) estos son:

– Los costes de flotación de la emisión.
– La renegociación y liquidación de la operación.
– La asimetría de la información.

Los costes de flotación se refieren al hecho de que la emisión de bonos entraña grandes costes por comisiones con un componente fijo importante, lo que hace que estas operaciones queden más bien reservadas a grandes volúmenes de financiación. Por lo tanto, debe haber una relación positiva entre la financiación por bonos y el tamaño de la emisión. Si el volumen de fondos implicados no es muy grande la mejor alternativa puede ser el crédito sindicado.

La renegociación y liquidación de la operación hace referencia al hecho de que es más sencillo renegociar o liquidar una facilidad de financiación con unos pocos bancos que con centenares o miles de inversores. Por lo tanto, los prestatarios, que teman dificultades financieras en un futuro, deberían tender más bien a endeudarse vía créditos sindicados.

Por último, la asimetría de la información también puede influir en la elección entre bonos y créditos. Empresas relativamente opacas, debido a la falta de información sobre su situación o actividades, tenderán a acudir más al mercado sindicado que al de bonos. En el primer caso, se supone, en los bancos promotores del sindicato, una capacidad de inspección y vigilancia de los acreditados que podría no darse en el mercado de bonos sobre todo si las emisiones carecen de *rating*.

En un estudio, para la Eurozona en el periodo 1993-2006, de los ya citados Altunbas *et al.* (2009), se comprueba que las empresas de mayor tamaño, más apalancadas, con una alta proporción de activos fijos y pocas expectativas de crecimiento prefieren endeudarse mediante créditos sindicados. Por otro lado, las empresas que acuden a la emisión de bonos, están más apalancadas a corto plazo y tienen más oportunidades de crecimiento.

Sin embargo, el reciente desarrollo de mercados secundarios para cré-

REVISTA 12 CAST.indd 91 05/05/11 13:41

ditos sindicados, así como la calificación o *rating* de los mismos, hacen que éstos tiendan a converger con la emisión internacional de bonos. Por lo tanto, el establecimiento de un orden de preferencia o *pecking order* entre créditos y bonos puede que no sea demasiado nítido.

En definitiva, el crédito sindicado es un instrumento de financiación más flexible que la emisión de bonos puesto que puede renegociarse, en caso necesario, con relativa facilidad lo que no suele ocurrir con la emisión de renta fija. Por otra parte, el coste de la financiación depende mucho de la estructura de comisiones, puede que algo mayores en la emisión de obligaciones. Muchas veces, el tipo de interés, bien sea fijo o variable, puede resultar poco significativo si no se le añaden las comisiones cobradas por los bancos intervinientes en la colocación y aseguramiento tanto de créditos como de bonos.

5. Conclusiones

Hemos examinado, en este artículo, las fuentes de financiación por endeudamiento de grandes prestatarios a escala internacional. Aparecen dos instrumentos principales, uno del mercado intermediado, los créditos sindicados, y otro del desintermediado, la emisión de bonos. Los créditos sindicados, por su propia naturaleza, conforman un mercado típicamente OTC o no organizado aunque con creciente tendencia a cierta estandarización. Así la normalización de la documentación, la calificación o *rating* de los propios créditos y la existencia de mercados secundarios relativamente líquidos.

En cuanto a la emisión de bonos internacionales, cabe destacar la mayor complejidad y variedad de los activos negociados. Los bonos, tanto a tipo fijo como variable, suelen incluir cláusulas de todo tipo, como las de convertibilidad en otros activos o las opciones de amortización anticipada. Se trata, en definitiva, de activos muy sofisticados en algunos casos.

Por otro lado, existe un mercado secundario de bonos internacionales bien organizado en las bolsas de Valores, como las europeas de Londres y Luxemburgo, lo que asegura la liquidez de los títulos.

Desde el punto de vista de los prestatarios, la sindicación de créditos es un instrumento más flexible puesto que puede ser renegociado con relativa facilidad. No ocurre lo mismo con la emisión de bonos, donde la existencia de cientos o miles de inversores dificultan dicha posibilidad.

Desde la perspectiva de los prestamistas, los créditos sindicados son una fuente importante de ingresos por comisiones, sobre todo si se trata de colocaciones aseguradas y se actúa en calidad de banco promotor o *arranger.*

REVISTA 12 CAST.indd 92 05/05/11 13:41

Lo mismo ocurre con los bancos, comerciales o de inversión, colocadores de bonos internacionales, donde las comisiones por aseguramiento de la emisión son considerables. Para los inversores en general, los bonos internacionales suelen ser un activo atractivo, por su alta liquidez y por consideraciones fiscales, como la exención de retenciones en la liquidación de los cupones o intereses.

Desde la llegada del euro se ha producido un auge de los créditos multilaterales, en el viejo continente, ya que ha facilitado mucho las estructuras de sindicación internacionales. Hoy en día, el mercado en euros, tanto de créditos como de bonos, empieza a ser casi tan importante como el referenciado en dólares.

Por último, estamos en un mercado de grandes prestatarios y volúmenes de financiación, donde abundan no sólo los de tipo empresarial sino también los de carácter más institucional como organismos internacionales o emisores soberanos. Las mayores operaciones de financiación, con recurso al endeudamiento, sobrepasan abrumadoramente a las emisiones de acciones como alternativa a la captación de capitales.

Referencias bibliográficas

ALTUNBAS, Y.; KARA, A. y MARQUÉS-IBÁÑEZ, D. (2009) *Large debt financing. Syndicated loans versus corporate bonds*, Working Paper Series, 1.028, European Central Bank.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2010) *Quarterly Review 2010*, BIS, Septiembre.

BRAKLEY, F. (1990) «An analysis of call strategy in the Eurodollar bond market», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 2(1), pp. 23-46.

COHEN, B. (2005) «Currency choice in international bond issuance», *BIS Quarterly Review*, Junio, pp. 53-66.

CZINKOTA, M.; RONKAINEN, I. A. y MOFFET, M.H. (2010) *International business*, John Wiley & Sons, Londres.

GADANECZ, B. (2004) «The syndicated loan market: Structure, development and implications», *BIS Quarterly Review*, Diciembre, pp. 75-89.

GRATH, A. (2008) *The handbook of international trade and finance: the complete guide to risk management, international payments and currency management, bonds and guarantees, credit insurance and trade finance*, Kogan Page, Londres.

GREG, R.; FILATOTCHEV. I. y RASHEED, A. A. (2010) *Advances in*

international management, Emerald Group Publishing Limited, Londres.

KOZIKOWSKI, Z. (2007) *Finanzas internacionales*, Mc.Graw Hill, Madrid.

LAU, S. T. y YU, J. (2010) «Does proximity matter in international bond underwriting?», *Journal of Banking & Finance*, 34(9), pp. 2027-2041.

LÓPEZ, F. J. (2006) *Finanzas en mercados internacionales*, Mc.Graw-Hill, Madrid.

MARTÍN, J. L. y TÉLLEZ, C. (2006) *Finanzas Internacionales*, Thomson, Madrid.

MASCAREÑAS, J. (2006) *El mercado internacional de bonos*, Universidad Complutense de Madrid, Madrid.

MILES, R.J.; OZDOGAN, M. C.; SONG, S. K. y HEARD, C. D. (2009) *Syndicated lending update: Defaulting lender issues*, The Banking Law Journal, Nueva York.

RAHNEMA, A. (2006) *Finanzas internacionales*, Deusto, Barcelona.

VAN RISTEL, A. Y ROMO, L. (2010) «La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010», *Boletín Económico del Banco de España,* pp. 135-146.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES (2010) *Annual Report and Statistics 2009.*

ACCID
Contabilidad y Dirección

Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección
Edif. Colegio de Economistas de Cataluña
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona
Tel.934 161 604 extensión 2019
info@accid.org – wwwaccid.org

REVISTA 12 CAST.indd 94 05/05/11 13:41