

Crèdits sindicats i emissions internacionals de bons

JOSÉ LUIS MARTÍN MARÍN
Universitat Pablo de Olavide de Sevilla

CECILIA TÉLLEZ VALLE
Universitat Pablo de Olavide de Sevilla

Data de recepció: 15/11/10
Data d'acceptació: 25/02/11

Resum

En el present treball es tracten dos tipus de fonts de finançament internacional accessibles a entitats de gran dimensió. D'un costat, els crèdits sindicats, on el caràcter internacional el solen aportar les diferents nacionalitats dels prestadors o participants del sindicat bancari; d'altre costat, els bons internacionals i els eurobons, l'emissió dels quals respectivament es porta a terme per un prestatari estranger en la moneda del país on es col·loca o en el euromercat.

Es detallen els tipus i processos de sindicació dels crèdits i el procés de col·locació dels bons. Així mateix, i referits a ambdós mercats, es descriu la tipologia d'instruments, el procés d'assegurament de les emissions i els agents participants, explicitant-se les seves funcions i comissions percebudes.

Finalment, es completa l'estudi amb alguns anuncis o *tombstones* d'operacions de crèdits i bons i algunes estadístiques actuals que plasmen els efectes de la crisi financera en l'emissió i negociació d'aquests instruments.

Paraules clau

Finançament internacional, renda fixa, bo internacional, eurobò, crèdit sindicat, làpida.

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. Introducció

Les necessitats de finançament, via endeutament, dels grans prestataris solen cobrir-se amb dos instruments clàssics, els crèdits sindicats i les emissions internacionals de bons. La seva tipologia sol ser molt variada ja que pot tractar-se d'empreses multinacionals o nacionals però també d'altres entitats, com els Tresors Públics d'alguns països, o d'organismes supranacionals.

Alguns autors com López (2006), Ranhema (2006), Martín et al., (2006), Kozikowski (2007), Grath (2008) o Czinkota et al. (2010) tracten algun d'aquests mercats de deute, les seves garanties i participants.

El caràcter internacional dels crèdits sindicats ve donat pel sindicat bancari de les entitats prestadores, on és probable trobar-ne de diferents nacionalitats. No obstant això, poden donar-se casos de crèdits sindicats de caràcter purament domèstic amb la presència de només bancs locals, encara que això no sigui el més freqüent.

Quant a les emissions internacionals de bons, com el seu nom indica, se'ls hi suposa sempre una projecció més enllà de les fronteres d'un determinat país i una de les seves destinacions sol ser el denominat Euromercat. És a dir, són emissions de bons destinades a inversors de diferents nacionalitats i, en general, realitzades en monedes que poden no coincidir amb la del país de l'emissor o prestatari.

Estem doncs, davant instruments de deute amb certes similituds entre ells amb el nexa comú d'estar dissenyats per a grans préstecs o prestataris i moltes vegades lligats a projectes d'inversió de certa envergadura o a compres palanquejades de companyies (*leveraged buy-out*).

En el present article continuarem amb els següents apartats:

- Tipologia dels crèdits sindicats.
- Tipologia de les emissions internacionals de bons.
- Comparació, avantatges i inconvenients.
- Conclusions.

2. Tipologia dels crèdits sindicats

2.1. El mercat de crèdits

En els mercats de crèdit domèstics el normal és que una empresa o entitat prestatària mantingui relacions creditícies amb un o més bancs basades en contractes unilaterals, és a dir, prestador a prestador. En aquests casos, a més, sol haver una entitat bancària amb la qual es realitzen operacions, no només creditícies sinó de diversa índole tant d'actiu com de passiu, i amb la qual es manté una relació de client preferencial.

En canvi, en el crèdit sindicat la relació és de caràcter multilateral entre el prestatari i un variat grup de prestadors. El crèdit és proporcionat per un conjunt d'entitats i s'estructura, s'acorda i s'administra per un o més dels bancs comercials o d'inversió que formin part del sindicat i que són coneguts com *arrangers* o promotors.

El mercat de crèdits sindicats és molt utilitzat per les grans empreses nord-americanes i europees i la seva florida, en la dècada dels anys vuitan-

ta als Estats Units, cal relacionar-la amb les operacions d'adquisició de companyies mitjançant operacions d'alt risc basades en compres palanquejades. A Europa, amb l'arribada de l'euro com a moneda única el 1999, els crèdits sindicats van experimentar un fort auge.

No obstant això, els primers crèdits sindicats cal datar-los en la dècada dels anys setanta quan van ser utilitzats per a canalitzar fons a les economies emergents d'Àfrica, Àsia i especialment de Llatinoamèrica (Gadanez, 2004). Però el mercat es va enfonsar el 1982 quan Mèxic va suspendre els pagaments d'interessos del seu deute sobirà, acció que va ser seguida per altres països com Brasil, Argentina, Veneçuela i Filipines. El 1987, Citibank va donar per fallits una gran part dels seus crèdits a països emergents i altres grans bancs nord-americans van fer el mateix. Tot l'anterior va propiciar el conegut pla Brady de bons, parcialment garantits pel tresor d'Estats Units, que van ser canviats pels crèdits impagats. Els bons Brady van impulsar un renaixement del mercat de crèdits sindicats que va enlairar-se fortament en els anys noranta. Però ja la gamma de prestataris s'havia ampliat, dels sobirans originals a les grans corporacions dels països industrialitzats.

2.2. Tipus de sindicació

Els tipus de sindicació solen ser variats però cabria distingir-ne tres de principals:

- Crèdit assegurat o *underwritten deal*.
- Sindicació al millor esforç o *best-efforts syndication*.
- Club de sindicació o *club loan*.

En el cas del crèdit assegurat, els promotors o *arrangers* garanteixen la col·locació total del crèdit i després comencen el seu procés de sindicació. Si els directors no poden syndicar totalment la quantitat objectiu de l'operació es veurien forçats a absorbir la diferència.

Els crèdits s'asseguren per dues raons fonamentals. En primer lloc, perquè l'assegurament pot ser un argument competitiu a l'hora d'aconseguir clients. En segon lloc, perquè per un crèdit assegurat es cobren comissions més altes. Si el preu del crèdit és flexible, és a dir, si s'estableix un rang de tipus d'interès, per exemple de LIBOR + 250 p.b. a LIBOR + 300 p.b. en dòlars, i després es concreta segons la situació del mercat, l'operació d'assegurament pot considerar-se no massa arriscada.

En la sindicació al millor esforç el grup de bancs promotors es compromet, en general, a assegurar una quantitat menor que la de la totalitat del crèdit, deixant la resta a les vicissituds del mercat. Aquest tipus d'operativa se solia utilitzar per a prestataris amb alt risc de crèdit i per a transaccions complexes. No obstant això, des de finals dels anys noranta, la creixent acceptació de fórmules flexibles per a determinar el tipus d'interès dels crèdits, *market-flex language*, ha propiciat l'auge de les sindicacions al millor esforç, fins i tot per a prestataris amb un bon rating.

Finalment, el club de sindicació s'utilitza per a crèdits de petit volum, entre 25 i 100 milions de dòlars. El crèdit es comercialitza amb un grup de prestadors i el banc promotor és un més entre parells. Les comissions es reparteixen, per igual o gairebé, entre les entitats participants.

2.3. El procés de sindicació

La sindicació de crèdits sol estar molt relacionada amb les compres palanquejades d'empreses o *leveraged buy-out*, a les quals al·ludim amb anterioritat. És a dir, un dels objectius primaris dels crèdits sindicats és proveir fons en operacions de fusions i adquisicions. No obstant això, altres objectius poden donar-se també tals com el finançament de projectes d'expansió empresarials, reestructuracions de companyies o, fins i tot, crèdits per a capital circulant.

De qualsevol manera, els procediments de sindicació solen ser bastant similars. Per a començar, el banc promotor o *arranger* prepararà un memoràndum informatiu, *information memo*, que inclourà un sumari executiu de la transacció, consideracions sobre la inversió, un llistat de terminis i condicions, un panorama del sector econòmic en qüestió i el model de planificació financera pertinent de la companyia concernida. A més, atès que els crèdits són actius no cotitzats, el memoràndum serà una oferta confidencial efectuada només per a bancs qualificats i inversors acreditats. Mentre es prepara el memoràndum, també denominat *bank book* en l'argot del mercat, els bancs promotors sol·licitaran, de manera informal, l'opinió dels potencials inversors i a quin preu, és a dir, tipus d'interès més comissions, estarien disposats a participar en el sindicat. Amb la informació recollida els *arrangers* realitzaran una proposta formal als possibles inversors potencials. Lògicament, tot el procés sol culminar amb reunions multilaterals entre els bancs interessats encara que, per a crèdits de poc volum, reunions bilaterals o fins i tot trucades telefòniques poden bastar.

No obstant això, l'important és entendre que el crèdit sindicat és un document flexible que pot revisar-se i reconsiderar-se, després de signat, cada cert temps. Les esmenes requeriran, segons la seva importància, diferents nivells d'acord dins del sindicat bancari. Així, la renúncia a alguna clàusula del conveni pot no ser complicada, però un canvi en el paquet de garanties creditícies pot necessitar el consens de tots els bancs implicats.

Sorgeix, doncs, una diferència amb l'emissió de bons, que sol ser una operació molt més rígida on el canvi de clàusules o *covenants*, és molt més complicat i fins i tot impossible d'implementar. En un crèdit sindicat, el nombre de prestadors no sol ser gaire elevat, i es tracta a més d'inversors qualificats. En una emissió de bons, el nombre d'inversors pot ser molt considerable i, a més, dispers geogràficament parlant. Per tant, entre els avantatges de la sindicació, cal considerar la seva major flexibilitat.

2.4. Participants en el sindicat

L'estructura dels bancs participants en una sindicació de crèdit pot ser bastant complexa i, generalment, de tipus piramidal.

Segons la *Loan Market Asssocation* poden distingir-se diverses figures entre les quals s'assenyalen:

- L'*arranger* o banc promotor, també anomenat, de vegades, *mandated lead arranger* o banc mandatari principal. Com queda dit, el banc promotor és el responsable d'iniciar el procés de sindicació i de negociar les condicions del crèdit, en particular tipus d'interès i comissions així com terminis i garanties creditícies. Per altra banda, el banc promotor és probable que tingui establerta amb el prestatari una relació comercial prèvia que vingui d'antic.
- El banc que actua com *bookrunner* o encarregat de portar els llibres; es refereix a l'entitat que comença a formar el sindicat de prestadors i que sol ser un dels bancs promotors.
- Els bancs co-promotors o *co-arrangers* que convenen a prendre una part del crèdit a concedir i després busquen altres institucions disposades a participar en aquesta quota.
- El banc agent, *agent*, que és un dels bancs del sindicat al que se li encarrega un determinat conjunt de funcions tals com el manteniment del contacte amb el prestatari, la comprovació que l'acreditat

compleixi amb els termes del contracte o ser l'agent de pagaments. Tots els pagaments, des dels prestadors al prestatari i a l'inrevés, han de tramitar-se a través del banc agent.

Les figures fins a aquí descrites, són les dels participants de classe *sènior* en la sindicació als quals poden afegir-se els sindicats de tipus junior o bancs sense altres funcions que les d'aportar un determinat volum de finançament a l'operació creditícia.

Obviament, poden existir altres tipus de participants en els crèdits sindicats i fins i tot amb noms diferents dels esmentats, però l'essencial queda dit.

2.5. *Tipus de crèdits, preus i comissions*

Fonamentalment existeixen dos tipus de crèdits sindicats, encara que la divisió pot aplicar-se també a operacions simples de caràcter bilateral. Cal distingir entre crèdits a termini, o *term loan facilities* i crèdits renovables o *revolving loan facilities*.

En el crèdit a termini, els prestadors proporcionen una certa suma de fons per un determinat període de temps. A l'acreditat se li permet un curt espai de temps durant el qual pot retirar fons fins al límit màxim especificat en l'operació. La devolució del crèdit pot fer-se a terminis, *amortising credit*, o d'una vegada al final del contracte, *bullet credit*. Una vegada que el crèdit ha estat cancel·lat no pot tornar a ser utilitzat.

En el cas del crèdit renovable, el prestatari compta amb una suma màxima de capital disponible per cert període de temps. Però, al contrari del que ocorre en el crèdit a termini, aquest tipus de conveni permet a l'usuari retirar fons, retornar-los i tornar-los a utilitzar durant el temps de vigència del conveni. Cada porció del crèdit es pot prendre per un període de temps, usualment un, tres o sis mesos, transcorregut el qual se sol reemborsar. Es tracta, per tant, d'un instrument de finançament molt flexible. També és possible la combinació de crèdits a termini amb crèdits renovables ja que, en tractar-se d'un típic mercat *over the counter*, les operacions a mida de les necessitats dels clients són molt freqüents.

El prestatari que decideix entrar en un crèdit sindicat ha de tenir en compte, no només l'interès a pagar, fix o variable, sinó també la suma de les comissions, que pot arribar a ser elevat.

Quant al tipus d'interès, aquest sol ser de caràcter variable encara que pogués donar-se també el tipus fix. El tipus variable sol indexar-se al LI-

BOR, en monedes fortes com el dòlar o la lliura, i a l'EURIBOR, més un *spread*. Per exemple, LIBOR en dòlars + 120 p.b.

L'estructura de les comissions pot ser bastant complexa. Seguint a Gadanez (2004) i distingint entre les que es paguen al principi de l'operació, *front-end*, i les de caràcter anual, *per annum*, es relacionen les següents:

Que es paguen al principi:

- Comissió de promoció o *arrangement fee*. La cobren els promotors per l'organització del sindicat.
- Comissió legal o *legal fee*. La cobra l'assessor legal.
- Comissió d'assegurament o *underwriting fee*. La perceben els asseguradors de l'emissió.
- Comissió de participació o *participation fee*. Percebuda pels participants de classe *sènior* del sindicat.

Que es paguen anualment:

- Comissió de disponibilitat o *facility fee*. Percebuda pels bancs encara que no s'utilitzi el crèdit al complet.
- Comissió de compromís o *commitment fee*. Carregada per la part no utilitzada del crèdit.
- Comissió d'utilització o *utilisation fee*. Carregada per la part utilitzada del crèdit.
- Comissió d'agència o *agency fee*. Pagada al banc agent pels seus serveis.

També pot donar-se la comissió per prepagament, *prepayment fee*, si es produeix el reemborsament anticipat del crèdit i que es paga en el moment que això es produeixi.

Segons Gadanez (2004), els participants de classe junior del sindicat és possible que no arribin a cobrar comissions, de manera que la seva retribució només consisteix en els interessos a percebre. Per altra banda, les comissions solen ser majors per als crèdits basats en l'EURIBOR que en el LIBOR. També ocorre que el cost total dels crèdits a països emergents, interessos més comissions, sol ser més elevat que el dels països industrialitzats per a compensar pel major risc de crèdit.

Adicionalment, per a cobrir els riscos suportats pels diferents agents, s'estableixen unes provisions comptables, tan importants en èpoques d'inestabilitat financera, estudiades àmpliament per Milers (2009).

2.6. Mercat secundari

En el mercat de crèdits sindicats, a part del segment primari o d'origen, existeix també un segment secundari o de negociació.

Perquè existeixi un mercat secundari de crèdits sindicats és indispensable l'estandardització de la documentació utilitzada. Referent a això, cosos professionals com la *Loan Market Association*, tant la d'Europa com la de la zona Àsia-Pacífic, han contribuït a la major liquiditat del mercat secundari mitjançant la normalització dels contractes de sindicació.

Per a la viabilitat del mercat secundari, és condició indispensable que els crèdits duguin clàusules de transferibilitat que permetin la substitució d'uns prestadors per uns altres. Avui dia, molts crèdits sindicats són transferibles. Als Estats Units, l'existència d'un mercat secundari de crèdits, tant bilaterals com multilaterals, data d'antic; a Europa el mercat és més incipient però segueix progressant.

Els participants del mercat secundari poden dividir-se en tres categories: creadors de mercat o *market makers*, negociants habituals i negociants ocasionals. Els bancs comercials i d'inversió són protagonistes bastant actius d'aquest mercat així com altres inversors institucionals.

En el mercat secundari poden trobar-se tres segments de negociació: el de crèdits al voltant de la par; el de crèdits a empreses amb gran palanquejament o d'alt rendiment, i el de crèdits fallits. En aquest últim segment apareixen els denominats fons voltors, *vulture funds*, especialitzats en crèdits morosos i problemàtics.

2.7. Algunes estadístiques

Les estadístiques sobre crèdits sindicats més fiables són les proporcionades pel *Bank of International Settlements* (BIS) en el seu *Quarterly Review*. Prenent el període 2007- 1r semestre 2010 es reporten les següents dades, reflectides en la taula 1, on es pot observar l'impacte de la crisi econòmica en la sindicació de crèdits, sobretot el 2008 i 2009.

Any	Total	Prestataris espanyols
2007	2.777,0	112,4
2008	1.471,0	77,3
2009	998,1	81,8
2010 (1r semestre)	740,5	37,8

Taula 1: Crèdits sindicats internacionals (milers de milions de dòlars)

2.8. *Els anuncis sindicació*

És pràctica habitual, en els mercats de crèdit, l'anunci de les operacions de sindicació mitjançant les denominades làpides o *tombstones*. Es tracta d'una publicitat que no pretén buscar el concurs de nous bancs al sindicat, ja que aquest està ja tancat i l'operació conclosa, almenys en el mercat primari. De fet sol aparèixer, en la làpida, la següent nota: *This announcement appears as a matter of record only*, és a dir, només a l'efecte de registre.

A títol d'exemple, presentem el resum d'un comunicat de Deutsche Bank sobre un crèdit sindicat concedit a Zagrebacka Banka de Croàcia.

Press Release

Deutsche Bank

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

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 Aktiengesellschaft

Zivnostenská banka, a.s.

3. Tipologia de les emissions internacionals de bons

3.1. *El mercat de bons*

Les emissions internacionals de bons presenten una tipologia molt àmplia i variada però cabria realitzar una distinció entre les obligacions internacionals simples, *foreign bonds* i les euroobligacions o eurobons (Martín *et al.*, 2006).

En els bons o obligacions internacionals simples l'emissió es porta a terme per un prestatari estranger en la moneda del país on es col·loca. En aquesta categoria s'enquadrarien els antics bons matador emesos en pessetes i col·locats a Espanya per emissors estrangers o els bons *bull-dog*, denominats en lliures i col·locats en el Regne Unit per prestataris forans.

Per altra banda, les euroobligacions o eurobons consisteixen en títols emesos en el mercat internacional de capitals i, més concretament, en qualsevol país llevat d'aquell en la moneda del qual està expressada l'emissió. Per exemple, una empresa espanyola realitza una emissió d'obligacions en eurodòlars en el mercat alemany. La moneda pot, fins i tot, coincidir amb la del prestatari, sent el cas hipotètic d'una emissió d'obligacions d'una companyia britànica en eurol·liures dirigida al mercat espanyol.

El mercat d'eurobons rep el nom d'Euromercat, sense una localització geogràfica determinada però amb centres financers molt actius com els de Luxemburg, Irlanda, Regne Unit i Alemanya.

3.2. *El procés de col·locació*

Les etapes essencials en l'emissió internacional de bons són les següents:

- Anunci. Llançament públic de l'emissió i invitació a les entitats subscriptores i venedores a participar en la distribució.
- Període d'oferta. Presentació de l'oferta i del propi emissor, a fi d'estimar la demanda de títols per a fixar les condicions definitives de l'emissió.
- Tancament. Abonament de l'import dels bons a l'emissor i finalització formal del procés.

El procediment de col·locació de les emissions pot ser per subhasta competitiva o mitjançant compra directa, *bought deal*, on l'entitat que rep el mandat d'emissió accepta fer-se'n càrrec en els termes prefixats.

La documentació necessària per a la col·locació dels bons consta d'un opuscle d'emissió i dels contractes o acords legals presos amb el sindicat bancari i altres institucions, a més de totes les exigències documentàries pròpies del mercat de valors en què es pretenguin negociar els títols.

Grez *et al.* (2010) identifiquen quatre costos específics suportats en l'emissió i col·locació del deute a l'estranger, que són: el cost regulatori, els costos de falta d'informació, els de falta de familiaritat amb el mercat i els procedents de diferències culturals.

3.3. *Participants*

Els participants en l'emissió de bons internacionals s'estructuren de manera semblant a com es fa en les sindicacions de crèdits que veïem amb anterioritat. Així, poden considerar-se com a nivells de participació els següents:

- L'entitat cap de fila o banc director, *lead manager* o *book runner*, que rep el mandat del prestatari i dirigeix tots els processos administratius, comercials i documentaris de l'operació.
- Les entitats co-directores, *co-managers* o *co-leads*, que participen amb l'anterior en la direcció de l'emissió i en la responsabilitat de la seva col·locació.
- Les entitats o bancs asseguradors, *underwriters*, que es comprometen a garantir la col·locació dels títols.
- Les entitats membres del grup de venda que comercialitzen els títols entre els inversors finals.

A més, a part d'aquests agents i dels inversors, poden aparèixer en escena dues institucions més:

- El comissari dels inversors, *trustee*, que intervé i actua en representació dels inversors.
- L'entitat gestora de pagaments de l'emissió, dels inversors a l'emissor i a l'inrevés.

3.4. Tipus de bons, preus i comissions

Entre les característiques comunes de les obligacions internacionals simples i dels eurobons poden destacar-se les següents:

- Són títols negociables, cotitzables en algunes Borses de Valors.
- L'emissió es canalitza a través d'un sindicat bancari, com ja s'ha comentat.
- La solvència de l'emissor ha d'estar constatada, per exemple, mitjançant la qualificació per agències de *rating*.
- L'emissió haurà de ser pública; a la làpida o *tombstone* han d'aparèixer totes les dades rellevants com el nom de l'emissor, la moneda d'emissió, la quantia, el tipus d'interès, el venciment i els bancs que dirigeixen i participen en la col·locació dels bons.
- Els tipus d'interès poden ser fixos o variables. En aquests últims bons, *floating rate notes* o FRN, el cupó es revisa periòdicament mitjançant un diferencial sobre el tipus de referència prefixat.
- Els venciments més comuns oscil·len entre els cinc i trenta anys, encara que també poden donar-se perpetuïtats, és a dir, bons sense un venciment determinat. Addicionalment, el venciment pot ser únic sobre el total de l'emissió, *bullet bond*, o amortitzar-se l'emprèstit de forma anticipada a elecció de l'obligacionista, *put option*, o de l'emissor, *call option*. Bradley (1990), després d'estudiar els bons internacionals emesos durant diversos anys, comprova que en el mercat nord-americà solen emetre's amb clàusula *callable* i en l'Euromercat sense aquesta opció.
- Les obligacions poden ser convertibles en accions de l'empresa emissora o dur *warrants* incorporats.
- Els certificats de tinença i les liquidacions se solen realitzar a través de Euroclear o de Clearstream. Ambdós són sistemes de dipòsit i liquidació informatitzats per a custodiar, lliurar i realitzar els pagaments dels eurobons.

En general, pot dir-se que els bons internacionals solen presentar diferents clàusules o *covenants* que es tradueixen en molt variades estructures. Així, en el cas de bons a tipus fix, el cupó pot anar-se ajustant a l'alça, *step-up*, o a la baixa, *step-down*. També, en els bons a tipus variable, el cupó pot tenir un límit màxim, *capped FRN* o un màxim i un mínim, *minimax FRN*. En definitiva, la gamma de possibilitats és tan gran que la seva sola enumeració desbordaria l'extensió d'aquest treball.

Quant a la determinació dels cupons, en particular els de classe variable, sol fer-se basant-se en un diferencial sobre una referència, normalment la rendibilitat dels bons sobirans, la corba de tipus del mercat interbancari o la de *swaps*.

Una altra qüestió important, en aquest context internacional, és la de l'elecció de la divisa de l'emissió. Pot afirmar-se que predominen les emissions en les denominades divises fortes o *hard currencies* tals com el dòlar, l'euro, la lliura i el ien. Així, per al període de 1999 a 2004, les emissions en aquestes monedes suposaven, respectivament, el 42,8, el 41,0, el 6,7 i el 4,6 % del total del mercat primari (Cohen, 2005). A destacar, la ràpida acceptació de l'euro com a moneda d'emissió.

Finalment, quant a l'estructura de comissions, aquesta és semblant a la dels crèdits sindicats però una mica menys complexa. Poden assenyalar-se les següents:

- Comissió de direcció *management fee*, compensació a les entitats directores i co-directores per la seva contribució a la posada en marxa.
- Comissió de subscripció o *underwriting fee*, a repartir entre les entitats subscriptores, incloent la directora i co-directores.
- Comissió de venda o *selling fee*, deducció en el preu dels bons que s'atorga a les entitats financeres que es comprometen a la col·locació.

Si l'emissió és de tipus competitiu, es fixen els preus en termes nets, *all-in-cost*, de manera que no existeixen comissions explícites. Si l'emissió es realitza per trams, totes les comissions s'exigeixen al principi, per part dels bancs participants, i, en els llançaments successius, es reporten exclusivament les de venda.

Addicionalment, Lau *et al.* (2010), analitzen gairebé quatre mil emissions de bons internacionals de més de trenta països i estudien l'impacte beneficiós de la proximitat geogràfica del *lead manager* als prestataris, que provoca un menor cost d'emissió i una major probabilitat d'assegurament de bons arriscats o sense qualificació creditícia.

3.5. Mercat secundari

En els casos que les emissions siguin importants i hi hagi volatilitat en els preus, és essencial l'existència d'un mercat secundari líquid, suficientment desenvolupat, que proporcioni amb rapidesa preus de referència i ofereixi contrapartides adequades.

No obstant això, a causa de la dispersió geogràfica dels operadors, una bona part dels eurobons cotitza en mercats no organitzats o OTC, mentre altres ho fan en centres de contractació organitzats, principalment a Londres i Luxemburg. Per a dotar de liquiditat les emissions, els intermediaris o *dealers* i els creadors de mercat o *market makers* actuen per compte propi. El mercat secundari té major activitat quant millor és la qualitat creditícia del prestatari o la seva reputació i com més gran és el volum de l'emissió. A més, la contractació decreix conforme s'acosta la data de venciment, aspecte aquest comú a tots els títols de renda fixa.

El comprador de bons, a part del preu de mercat, haurà de pagar al venedor, com és habitual en els mercats de deute, el cupó meritat, calculat mitjançant les convencions habituals del còmput d'interessos. És a dir, els bons, en aquests mercats internacionals, solen cotitzar ex-cupó.

3.6. Algunes estadístiques

La crisi financera, el començament de la qual es data al 2007, ha influït notablement en l'emissió internacional de bons. L'activitat emissora va sofrir un ràpid descens cap a finals del 2008 per a després recuperar-se el 2009 batent tots els rècords. En el primer trimestre del 2010, l'emissió bruta total de bons dels països industrialitzats va ascendir a 2,77 bilions de dòlars. Per al primer semestre de 2010, l'emissió bruta, tant dels països industrialitzats com dels emergents, va arribar a una suma total de 5,52 bilions de dòlars (Van Ristel et al., 2010).

En augmentar el dèficit dels comptes públics, sobretot en els països industrialitzats, el protagonisme de les emissions sobiranes s'ha accentuat. Tinguem en compte que les emissions de deute públic d'un determinat país solen estar, en gran proporció, en mans d'inversors estrangers, entre altres per raons fiscals. Així, en el cas espanyol, aproximadament un 50% del deute del Tresor és comprat per inversors forans. Això fa que el deute sobirà dels països pugui ser considerat, a efectes pràctics, com emissions internacionals de bons.

Seguint als esmentats Van Ristel *et al.* i amb dades de Dealogic, pot realitzar-se la comparació entre l'emissió internacional bruta de bons del segon trimestre de 2007, previ a la crisi, i la del mateix període de 2010, reflectida en la taula 2.

	Tipus Emissor	2n trimestre 2007	2n trimestre 2010
Països industrialitzats (%)	Sector Públic	43	70
	Bancs	31	10
	Altres institucions financeres	5	2
	Societats no financeres	11	6
Economies emergents (%)	Tots els emissors	10	12
		100	100
Total brut emès (milers de milions de dòlars)		2.000	2.500

Taula 2: Emissions internacionals brutes de deute.

Observem, com comentàvem, el creixent protagonisme del deute públic dels països industrialitzats. Per altra banda, seguint al BIS i aplicant una definició més estricta de bons internacionals, és a dir, els emesos en el mercat internacional de capitals en divises, es mostren les estadístiques de la taula 3.

Any	Total	Prestataris espanyols
2008	2.424,3	161,6
2009	2.338,9	174,6
2010 (1º semestre)	698,2	14,1

Taula 3: Emissions internacionals netes de deute (milers de milions de dòlars)

3.7. Els anuncis de les emissions

Les emissions de bons internacionals solen anunciar-se en la premsa econòmica especialitzada en les denominades làpides o *tombstones*, que ja comentàvem en el cas de la sindicació de crèdits. Com amb els crèdits sindicats, no es tracta de publicitat per a atreure a nous inversors sinó d'anuncis de les emissions ja col·locades. De fet, també solen dur l'advertiment de *as a matter of record only* igual que en la publicitat dels crèdits multilaterals.

Presentem, a títol d'exemple, una notificació resumida de la companyia Fomento de Construcciones i Contratas (FCC), a la CNMV, sobre una emissió de bons convertibles dirigida a inversors internacionals qualificats.

REGULATORY DISCLOSURE

NATIONAL SECURITIES MARKET COMMISSION (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 prospectus 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 (€500,000,000).
 - (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 €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 (€0,000), 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 prospectus 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. Comparació, avantatges i inconvenients

En la literatura financera a l'ús s'ha tendit, fins a ara, a comparar les emissions internacionals de bons amb els crèdits unilaterals. No obstant això, la comparació més significativa hauria de ser amb els crèdits sindicats o multilaterals les característiques dels quals i formes de col·locació i assegurança els acosten més al mercat de bons.

En els mercats europeus de capitals el predomini dels fons captats mitjançant bons i crèdits sindicats és aclaparador. Així, el 2007, es calculava que el finançament mitjançant aquests instruments ascendia al 94% del mercat primari, i la resta del 6% a causa de l'emissió d'accions.

Encara que moltes companyies poden fer ús d'ambdues formes de finançament, fins i tot simultàniament, sembla, segons Altunbas *et al.* (2009) que poden establir-se certes diferències entre els tipus d'empreses que acudeixen a un i altre mercat.

Des d'un punt de vista teòric, les decisions empresarials de finançament es caracteritzen pels problemes dels costos d'agència i d'informació asimètrica. Des de la perspectiva dels prestadors, els bancs sindicats con-

trolen i examinen els potencials prestataris adquirint així informació valuosa, sobretot les entitats que actuen com promotores o *arrangers*. Això no ocorre en el cas d'emissions de bons, on els inversors solen ser molt nombrosos i trobar-se dispersos geogràficament.

Des de l'òptica dels prestataris, poden presentar-se tres aspectes que ajuden a decidir entre el finançament via bons o via crèdits bancaris. Segons els ja anomenats Altunbas *et al.* (2009) aquests són:

- Els costos de flotació de l'emissió.
- La renegociació i liquidació de l'operació.
- L'asimetria de la informació.

La renegociació i liquidació de l'operació fa referència al fet que és més senzill renegociar o liquidar una facilitat de finançament amb uns pocs bancs que amb centenars o milers d'inversors. Per tant, els prestataris que temin dificultats financeres en un futur, haurien de tendir més aviat a endeutar-se via crèdits sindicats.

Finalment, l'asimetria de la informació també pot influir en l'elecció entre bons i crèdits. Empreses relativament opaques, a causa de la falta d'informació sobre la seva situació o activitats, tendiran a acudir més al mercat sindicat que al de bons. En el primer cas, se suposa, en els bancs promotors del sindicat, una capacitat d'inspecció i vigilància dels acreditats que podria no donar-se en el mercat de bons sobretot si les emissions manquen de *rating*.

En un estudi, per a l'Eurozona en el període 1993-2006, dels ja citats Altunbas *et al.* (2009), es comprova que les empreses de major grandària, més palanquejades, amb una alta proporció d'actius fixos i poques expectatives de creixement prefereixen endeutar-se mitjançant crèdits sindicats. D'altra banda, les empreses que acudeixen a l'emissió de bons, estan més palanquejades a curt termini i tenen més oportunitats de creixement.

No obstant això, el recent desenvolupament de mercats secundaris per a crèdits sindicats, així com la seva qualificació o *rating*, fan que aquests tendeixin a convergir amb l'emissió internacional de bons. Per tant, l'establiment d'un ordre de preferència o *pecking order* entre crèdits i bons pot ser que no sigui gaire nítid.

En definitiva, el crèdit sindicat és un instrument de finançament més flexible que l'emissió de bons ja que pot renegociar-se, en cas necessari, amb relativa facilitat, cosa que no sol succeir amb l'emissió de renda fixa. Per altra banda, el cost del finançament depèn molt de l'estructura de comissions, pot ser que majors en l'emissió d'obligacions. Moltes vegades, el

tipus d'interès, bé sigui fix o variable, pot resultar poc significatiu si no se li afegeixen les comissions cobrades pels bancs que intervenen en la col·locació i assegurement tant de crèdits com de bons.

5. Conclusions

Hem examinat, en aquest article, les fonts de finançament per endeutament de grans prestataris a escala internacional. Apareixen dos instruments principals, un del mercat intermediat, els crèdits sindicats, i l'altre del desintermediat, l'emissió de bons. Els crèdits sindicats, per la seva pròpia naturalesa, conformen un mercat típicament OTC o no organitzat encara que amb creixent tendència a certa estandardització. Així la normalització de la documentació, la qualificació o *rating* dels propis crèdits i l'existència de mercats secundaris relativament líquids.

Quant a l'emissió de bons internacionals, cal destacar la major complexitat i varietat dels actius negociats. Els bons, tant a tipus fix com variable, solen incloure clàusules de tot tipus, com les de convertibilitat en altres actius o les opcions d'amortització anticipada. Es tracta, en definitiva, d'actius molt sofisticats en alguns casos.

D'altra banda, existeix un mercat secundari de bons internacionals ben organitzat en les borses de Valors, com les europees de Londres i Luxemburg, que assegura la liquiditat dels títols.

Des del punt de vista dels prestataris, la sindicació de crèdits és un instrument més flexible ja que pot ser renegociat amb relativa facilitat. No succeeix el mateix amb l'emissió de bons, on l'existència de centenars o milers d'inversors dificulta aquesta possibilitat.

Des de la perspectiva dels prestadors, els crèdits sindicats són una font important d'ingressos per comissions, sobretot si es tracta de col·locacions assegurades i s'actua en qualitat de banc promotor o *arranger*.

El mateix succeeix amb els bancs, comercials o d'inversió, col·locadors de bons internacionals, on les comissions per assegurement de l'emissió són considerables. Per als inversors en general, els bons internacionals solen ser un actiu atractiu, per la seva alta liquiditat i per consideracions fiscals, com l'exempció de retencions en la liquidació dels cupons o interessos.

Des de l'arribada de l'euro s'ha produït un auge dels crèdits multilaterals en el vell continent, ja que ha facilitat molt les estructures de sindicació internacionals. Avui dia, el mercat en euros, tant de crèdits com de bons, comença a ser gairebé tan important com el referenciat en dòlars.

Finalment, estem en un mercat de grans prestataris i volums de finançament, on abunden no només els de tipus empresarial sinó també els de caràcter més institucional com organismes internacionals o emissors sobirans. Les majors operacions de finançament, amb recurs a l'endeutament, sobrepassen aclaparadorament a les emissions d'accions com a alternativa a la captació de capitals.

Referències bibliogràfiques

- ALTUNBAS, Y.; KARA, A. i 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, setembre.
- 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*, Juny, pp. 53-66.
- CZINKOTA, M.; RONKAINEN, I. A. i MOFFET, M.H. (2010) *International business*, John Wiley & Sons, Londres.
- GADANECZ, B. (2004) «The syndicated loan market: Structure, development and implications», *BIS Quarterly Review*, Desembre, 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. i 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. i 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. i TÉLLEZ, C. (2006) *Finanzas Internacionales*, Thomson, Madrid.

- MASCAREÑAS, J. (2006) *El mercado internacional de bonos*, Universitat Complutense de Madrid, Madrid.
- MILES, R.J.; OZDOGAN, M. C.; SONG, S. K. i HEARD, C. D. (2009) *Syndicated lending update: Defaulting lender issues*, The Banking Law Journal, Nova York.
- RAHNEMA, A. (2006) *Finanzas internacionales*, Deusto, Barcelona.
- VAN RISTEL, A. i 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*.



Asociació Catalana de Comptabilitat i Direcció
Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya
Pl.- Gal·la Plàcida 32, 4ª planta - 08006 Barcelona
Tel. 93 416 16 04 extensió 2019
info@accid.org - www.accid.org - @Associacio ACCID