



Nota Técnica N° 10

Financiamiento Internacional a largo Plazo

Ana María Nappa

Universidad Argentina de la Empresa

Facultad de Ciencias Económicas

Versión Original: Noviembre de 2009

1. Instrumentos de financiación a largo plazo		2
2. Crédito Internacional	4	
3. Prestamo Sindicado	6	
4. Emision de Deuda		16
5. Cuestionario	33	
6. Bibliografía	34	

1.INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO

Entre las decisiones financieras básicas que debe tomar tanto una empresa, como un banco e incluso el Estado se encuentra la obtención de recursos a largo plazo, para ello cuentan con dos caminos el primero es el endeudamiento, que puede tener la forma de préstamo bancario o emisión de deuda y la segunda, destinada solo a las corporaciones o sociedades anónimas, es la obtención de capital vía emisión de acciones.

Analizaremos en primer lugar las diferencias y semejanzas entre estas tres fuentes de fondos, teniendo en cuenta la posibilidad de financiamiento en los mercados internacionales.

1.1.Préstamo bancario¹

En el préstamo bancario la contraparte del tomador de fondos adquiere la figura de ACREEDOR que puede ser un solo banco o varios. Cuando una empresa, un banco o el Estado necesitan financiar un proyecto de inversión de envergadura, el monto a financiar generalmente no puede ser provisto por un solo banco, dado que estos deben cumplir las relaciones técnicas exigidas por su banco central.

De modo tal que los bancos tienen límite a la cantidad de fondos que pueden prestar por cliente, en función del riesgo de crédito que deberán asumir. Esto es la posibilidad de que el deudor no pague el capital más los intereses del préstamo. Este riesgo es evaluado por los bancos, quienes asignarán una calificación al deudor. No debemos olvidar que los bancos captan recursos de los inversores en la forma de depósitos a plazo y prestan. Si el deudor no cancela el préstamo, el banco debe reintegrar los depósitos con sus recursos propios.

En ese caso, un grupo de bancos conformará un **SINDICATO** a fin de facilitar los fondos requeridos por el deudor y distribuir el riesgo de crédito entre varios prestamistas. En ese caso, la figura a través de la cual se efectuará la operación es el **PRESTAMO SINDICADO**.

Cualquiera sea el número de bancos acreedores, éstos son conocidos, lo que permitirá al deudor renegociar los términos del préstamo, en el caso de que las condiciones de mercado hayan cambiado (tasa, margen sobre la tasa de interés, comisiones, etc). O en el caso extremo de dificultades para honrar la deuda, podrá sentarse a negociar con sus acreedores una refinanciación.

La relación banco cliente está regida por el secreto bancario, por lo tanto toda negociación efectuada entre deudor y acreedor se mantiene en estricta reserva y no trasciende al mercado hasta que se concrete la reestructuración de la deuda.

El tomador de fondos se compromete a reintegrar el capital del préstamo más intereses, más

¹ Nappa, Ana María INTRODUCCION AL CALCULO FINANCIERO, Ediciones TEMAS UADE, Bs.As. Marzo 2008

los costos y gastos asociados al préstamo como pueden ser los siguientes: comisión por otorgamiento del crédito, comisión de compromiso por la parte no utilizada del crédito, gastos legales, impuesto al valor agregado, seguro de vida u otros.

Por lo tanto, el costo total del crédito estará conformado por la TASA ACTIVA, que incluirá una PRIMA DE RIESGO en función de la calificación crediticia asignada por los acreedores, más los costos de entrada, salida e impuestos correspondientes.

1.2.Emisión de Deuda

A diferencia del préstamo bancario, la emisión de deuda representa la colocación de títulos en el mercado de capitales, por lo que los acreedores serán los tenedores de dichos títulos, es decir los compradores. Conocer la identidad de sus acreedores será bastante difícil para el emisor dado que el número de bonistas puede variar, desde un único tenedor a infinidad de pequeños inversores diseminados por el mundo, si la colocación se efectuó en el mercado internacional.

Ante cambios en las condiciones de mercado, el emisor no podrá solicitar renegociación de los términos de la operación, solo podrá tratar de rescatar la deuda sin que trascienda al mercado, para evitar un manejo del precio.

Cualquier dificultad que la empresa tenga para hacer frente a los pagos del título también inmediatamente repercutirá en el mercado con la imposibilidad de refinanciación.

El emisor de títulos se compromete a pagar el valor nominal más intereses. Ahora bien, dado que el título puede ser adquirido por cualquier inversor, y teniendo en cuenta que la rentabilidad mínima que puede percibir el inversor es la tasa pasiva, la tasa de interés que deberá pagar el emisor por el bono deberá mejorar la pasiva, pero estará muy por debajo de la activa.

Entonces, para determinar el costo total de la emisión además de la tasa de interés se deberá tener en cuenta los costos asociados como ser: comisión de colocación, comisión por participación, gastos legales, road show, derechos de cotización en bolsa, etc.

Por otra parte, para que el mercado conozca el nivel de riesgo a asumir por el inversor es necesaria la calificación elaborada por las agencia calificadoras de riesgo, lo que representa también un costo de emisión a tener en cuenta en el cálculo del costo total.

Si la ***emisión de deuda es a corto plazo***, los títulos generalmente se negocian a descuento, y según el tipo de emisor reciben distintos nombres:

- Cuando el emisor es el **ESTADO** el título se denomina **Letra o Pagaré** (en Argentina el Banco Central emite LEBAC, en Estados Unidos el Tesoro emite Pagarés conocidos como Treasury Bills).
- Cuando el emisor es una **empresa comercial** el título se denomina Papel Comercial o **Commercial Paper** y

- Cuando el emisor es un **banco**, el título recibe el nombre de **Certificado de Depósito**.

Si la *emisión de deuda es a mediano o largo plazo* (más de un año) el título emitido se denomina genéricamente **Bono**, que representa, para quien lo emite, la obligación de pagar un cierto valor nominal más un flujo de intereses, en un futuro y para el inversor representa el derecho a cobrar el flujo de fondos prometido por el emisor.

En la República Argentina, las emisiones del Sector Privado tanto empresas como bancos, se efectúan bajo la Ley de Obligaciones Negociables, por lo que tanto esa es la denominación que recibirá el título emitido ya sea a corto o a largo plazo.

1.3.Emisión de Acciones

Otra forma de obtener recursos en forma permanente, en el caso de las empresas o bancos, es a través de la emisión de acciones, y su colocación vía oferta pública en el mercado de capitales.

Una acción representa una porción del capital de la empresa. El inversor no es un acreedor sino accionista, reviste la calidad de socio o dueño de esa porción de la empresa, por lo tanto tiene derecho a voto y a cobrar dividendos en la medida que la empresa tenga ganancias y se disponga su distribución.

Cuando una empresa cotiza en bolsa queda expuesta a una toma de control por parte del comprador del paquete de acciones cotizadas. Además debe brindar información al accionista que al ser pública está disponible también para la competencia y los organismos de control.

2.EL CRÉDITO INTERNACIONAL

Para hablar de crédito internacional debemos recordar la distinción que efectuáramos oportunamente, al clasificar a los mercados financieros desde su origen geográfico en mercados nacionales e internacionales. Teniendo en cuenta que dentro de los ***mercados nacionales*** consideramos:

- ***mercado doméstico:*** donde las partes de un contrato son residentes y operan en su moneda de curso legal
- ***mercado extranjero:*** donde una de las partes es no residente de ese mercado, siendo para el una operación en moneda extranjera, pero para todo lo demás es un mercado doméstico

Mientras que, como mercado internacional consideramos el

- ***EUROMERCADO***, donde las partes no son residentes en la plaza donde funciona el euromercado y operan en una moneda distinta a la de curso legal en ese mercado.

**MERCADOS FINANCIEROS
INTERNACIONALES**



Por lo tanto, se considera Crédito Internacional cuando la financiación es otorgada en una moneda distinta a la del país del prestatario (por ejemplo el Banco de la Nación realiza un préstamo en dólares estadounidenses a una empresa argentina para prefinanciar exportaciones) o si el prestamista está situado en el exterior (el Banco de la Nación Argentina, Casa Matriz, recibe fondos en dólares estadounidenses del Citibank, New York).

Existen dos modalidades de crédito internacional:

- ***CREDITO INTERNACIONAL SIMPLE***: cuando el crédito se concede en la moneda del prestamista, como en el caso del préstamo en dólares efectuado por el Citibank, New York al Banco de la Nación en Buenos Aires,
- ***EUROCREDITO***: cuando el crédito se efectúa en alguna eurodivisa, es decir es un préstamo proveniente del Euromercado, donde no existe legislación nacional aplicable por lo que existe acuerdo tácito entre las entidades intervinientes, y donde la moneda puede ser:
 - ***diferente a la del prestamista***: una empresa argentina recibe un préstamo en dólares estadounidenses del Deutsche Bank, Sucursal Londres
 - ***la del prestatario***: quien recibe el préstamo citado es una empresa estadounidense.

Dentro de los créditos internacionales la instrumentación más utilizada es la del Eurocrédito bajo la forma de ***PRESTAMO SINDICADO***.

3.EL PRÉSTAMO SINDICADO

Por exigencias de sus bancos centrales, los bancos deben cumplir ciertas relaciones técnicas entre ellas la exposición al riesgo de crédito, por tal motivo tienen limitada la capacidad prestable máxima a otorgar por cliente, por lo tanto un solo banco no está en condiciones de financiar un proyecto de inversión de envergadura.

Esta limitación se elimina a través de la figura del *préstamo sindicado*, ya que representa la asociación temporal de un grupo de bancos con el fin de otorgar fondos a un prestatario en términos y condiciones comunes y, en consecuencia, con una documentación también común, de manera de poder atender solicitudes de crédito por grandes sumas y al mismo tiempo distribuir el rendimiento y riesgo asociados a la operación entre varios prestamistas.

El préstamo sindicado constituye la vía más importante de financiación crediticia del Euromercado y la única intermediada por el sistema Eurobancario, a pesar que la captación de fondos que realizan las entidades financieras tiene un claro sesgo hacia el corto plazo.

Si bien este tipo de préstamos, en general son otorgados a mediano plazo (2 a 10 años) y la tasa de interés es flotante con base en la LIBOR, es en realidad una sucesión de préstamos a corto plazo, dado que periódicamente (trimestral o semestralmente) se repacta la tasa de interés de la operación, de acuerdo a la tasa vigente en el mercado, por lo que se transforma en un préstamo a largo plazo.

Esta mecánica denominada "roll-over", permite definir la tasa de interés de forma tal que el período de devengamiento de los intereses del préstamo coincida con los vencimientos más frecuentes para la captación de depósitos que realizan los bancos prestamistas en el mercado interbancario, así se calzan los pagos del crédito con la devolución de los depósitos.

Se trata de un mecanismo de protección de los bancos prestamistas ante las posibles variaciones del tipo de interés, convirtiéndose en créditos renovables a intervalos regulares a lo largo de la vida del préstamo, a través de los cuales es ajustada la tasa de interés a valores de mercado, traspasando de esta forma el riesgo de tasa de interés al prestatario.

De esta forma, se ilustra el mecanismo de "transformación" de vencimientos implícito en estas operaciones, que implica, tal como se ha acuñado en el lenguaje bancario "hacer el largo con el corto", mecanismo tanto más necesario cuanto que pocos son los bancos que calzan los créditos específicos y las fuentes de financiación. Este equilibrio apenas es significativo para los eurobancos más activos, y normalmente de mayor dimensión, que realizan una gestión global de sus recursos.

Esa transferencia del riesgo de interés al prestatario que permite la transformación de vencimientos, no exime al prestamista de las consecuencias negativas que la variación de tipos de interés puede comportar.

El empleo del roll-over como base para la fijación de precios transformó el riesgo de tipo de interés en riesgo de crédito. Tal ha sido el caso de los préstamos a países en desarrollo, esencialmente a partir de comienzos de la década del setenta.

Las variaciones en la LIBOR muestran una relación directa con cambios en el riesgo de crédito. Elegido el período de renovación, el nuevo tipo base se calcula dos días antes de la fecha de renovación como media de los tipos de oferta de los bancos especificados como banco de referencia en el contrato de préstamo.

3.1.La Sindicación Bancaria

Intervienen una serie de entidades financieras, algunas formarán parte del Grupo de Dirección y otras serán meros Bancos Participantes. Cada uno deberá asumir ciertas responsabilidades para llevar a cabo exitosamente la operación, por eso es muy importante tener en cuenta los pasos que requiere el proceso de sindicación y tener muy en claro tanto los acreedores como el deudor las cláusulas claves del Contrato de Préstamo.

3.1.1.Management Group (Grupo de Dirección)

Está constituido por un grupo de bancos competitivamente seleccionados que acuerdan formalmente suscribir el préstamo y colocar participaciones del mismo entre otros bancos participantes.

Existe un líder del sindicato denominado **Arranger o Lead Manager o Manager** que es el banco al que el prestatario potencial ha recurrido con la intención de instrumentar la operación de préstamo en eurodivisas, otorgándole la orden de syndicar el crédito. La afinidad entre ambos (prestamista y prestatario) es requisito previo a la concertación de la operación. El Banco Líder colaborará con el prestatario potencial en la configuración global de las condiciones que habrá de reunir el préstamo, preparará la documentación del mismo y seleccionará a los posibles prestamistas que habrán de formar parte del sindicato.

El Manager puede ser uno de los bancos comerciales que suministrará parte de los fondos del préstamo como un banco comercial o un "investment bank", que actúa aisladamente con el fin exclusivo de concretar la financiación, sin participar directamente como prestamista. En general, su participación como prestamista, al igual que la del resto de los "comanagers", de existir, será normalmente significativa y superior a la del resto de los bancos suscriptores.

A partir de la crisis de solvencia de los países en desarrollo en 1982, un número importante de bancos se han especializado en la dirección de sindicaciones con el fin exclusivo de recibir las comisiones correspondientes remuneradoras de tales servicios de dirección. Una vez organizada la sindicación venderán toda o gran parte de su participación como prestamistas a otros bancos normalmente de inferior dimensión. Las razones de tales prácticas derivan no solo de la ventaja comparativa de algunos bancos en el suministro de servicios de dirección, sino también en las nuevas directrices de algunas autoridades reguladoras.

Junto al Manager existen otros bancos con funciones similares o de apoyo que actúan como **Co-managers** constituyendo el "management group" a partir del cual se constituirá el sindicato bancario. La existencia de distintas denominaciones o subcategorías dentro del sindicato, y su relevancia, dependerá esencialmente de los importes comprometidos por cada banco.

Y finalmente, los **Bancos Participantes** serán seleccionados en función de su dimensión y grado de introducción en el mercado. No mantienen contacto directo con el prestatario, ni intervienen en la negociación previa ni en la discusión de las condiciones legales ni financieras del crédito. Aceptan participar porque analizado el riesgo de crédito a asumir les interesa el rendimiento

y las comisiones a cobrar.

Los integrantes del grupo de dirección elaborarán el contrato de préstamo junto con el prestatario. En la configuración del sindicato, el lead manager procurará mantener, junto a la solidez financiera y especialización técnica, un equilibrio según el origen geográfico de los mismos.

La composición y amplitud del sindicato de dirección dependerá de la cuantía de la operación. La constitución de este grupo de dirección no es siempre por sí mismo una condición suficiente para el éxito de la operación o, lo que desde la óptica del prestatario es equivalente, para la obtención del préstamo correspondiente.

En una de las dos situaciones posibles más frecuentes, la conocida técnica del **best effort**, los bancos no se comprometen formalmente a la concesión del préstamo, indicando al prestatario su disposición a "esforzarse" en la consecución de la sindicación con arreglo a las condiciones propuestas. En ocasiones, las dificultades en sindicarse el monto propuesto inicialmente determinan la reducción de éste en función de los bancos aceptantes. La otra posible situación se da cuando los bancos directores se comprometen desde el principio a suministrar el total del préstamo con independencia del éxito de la sindicación de otros bancos participantes. En una situación tal, el grupo de dirección actúa de forma similar al "sindicato de garantía" (**underwriting group**) en las emisiones de eurobonos.

El caso opuesto al señalado en el párrafo anterior es igualmente posible, las solicitudes de participación pueden llegar a superar la suma propuesta por el prestatario como monto de la operación. En tal caso, el principal del préstamo puede incrementarse si aquel lo desea o, en caso contrario, se procede a reducir las participaciones de los bancos integrantes del sindicato de dirección, situación generalmente deseada por los bancos afectados.

3.1.2. Otras Instituciones intervinientes

No podría concretarse el préstamo sin la participación de un **Asesor Legal o SPECIAL COUNSEL**, su función esencial es la preparación de la documentación del préstamo y asesorar al Lead Manager y al Banco Agente o Lead Bank, en los asuntos legales relativos al crédito. Este consejero es seleccionado por el Lead Manager, como expertos legales en la jurisdicción aplicable a la operación, garantizando que la documentación es válida, completa y protectora.

El Special Counsel no participa en la negociación de los términos básicos (financieros) del préstamo, excepción hecha de los aspectos legales, y su remuneración, a cargo del prestatario, integra los gastos iniciales del préstamo.

Una vez que ha quedado formado el sindicato y suscripto el contrato de crédito, el préstamo es administrado en nombre del sindicato por un banco agente (**Agent Bank**), en el caso de un crédito concedido por cada uno de los bancos directamente al prestatario, o por un **lead bank** en el caso de que el crédito sea concedido por éste directamente al prestatario y venda al resto de los bancos participaciones del citado crédito. En ocasiones el banco agente es también el Banco Manager o una filial del mismo.

El Banco Agente es el encargado de recibir los pagos por parte del prestatario y distribuirlos a pro-rata entre los participantes; verificar el cumplimiento de los requisitos especificados en los documentos y desempeño de tareas esencialmente administrativas. La administración de un crédito sindicado aparece tipificada como una relación fiduciaria, es decir, una relación de "agencia" con los bancos prestamistas. Tiene la obligación de aportar al resto de los bancos la información relevante recibida u obtenida una vez firmado el préstamo y que afecte el normal desarrollo de la operación. Es remunerado por una comisión de agencia abonada periódicamente por el prestatario junto con los intereses del préstamo.

3.1.3.Publicidad

Una vez cumplidas las condiciones necesarias, y efectuado el desembolso de los fondos, la operación se da a publicidad efectuándose un anuncio en algunas publicaciones financieras. El objeto del anuncio es mostrar tanto la participación del banco director en la sindicación del préstamo con éxito como la confianza crediticia que merece el prestatario. Se la conoce como TOMBSTONE o lápida.

3.2.El Proceso de Sindicación

3.2.1.Fase Previa

Una vez definido el proyecto a financiar y establecida la necesidad de fondos, el prestatario solicita a varios bancos que efectúen una oferta de financiación en los términos y condiciones deseados por el deudor. La negociación de la operación de préstamo se inicia cuando el prestatario recibe la **Carta de Entendimiento (commitment letter** o letter of undestanding) donde se sintetiza la oferta que el prestamista realiza, señalándose los términos básicos del préstamo, los que en función a la necesidad de fondos y al plazo solicitados por el potencial prestatario consistirán en la tasa de interés propuesta y la cotización de gastos y comisiones.

Recibidas y analizadas las ofertas el prestatario seleccionará la más conveniente, en función básicamente de las comisiones y gastos, dado que la estructura del préstamo y la tasa de interés en general no diferirán mucho entre las distintas ofertas dado, que se basan en las condiciones del mercado por una parte y el grado de riesgo de crédito representado por el potencial deudor por la otra.

En las operaciones sindicadas, el prestatario emitirá normalmente una **Carta de Mandato** (mandate letter) en la que designará una o más instituciones financieras como managers o comanagers, con el fin de concertar la financiación propuesta y establecer sus principales características.

3.2.2. Ofertas

Como comentamos anteriormente las ofertas efectuadas por las entidades financieras pueden ser de dos clases:

- a) **Aseguradas o en firme:** por las que el banco o grupo de bancos, se compromete en firme a prestar el importe total de la oferta, aun en el caso de que la posterior sindicación no tenga éxito y participen más bancos. Cuando el prestatario recibe la oferta ya tiene su préstamo asegurado y la única duda es el número de bancos que participarán en la misma.
- b) **En base a los mejores esfuerzos:** esta es una oferta de intención, en la que el banco oferente no se compromete a otorgar el préstamo en firme, sino que toma el compromiso moral de trabajar en su consecución. Este tipo de ofertas se presentarán cuando existe incertidumbre en la colocación de la operación, bien por la situación adversa del mercado o por el elevado importe de la misma.
- c) **Book Building:** El precio de colocación se determina a partir de la formación de una curva en base a manifestaciones de interés recibidas por los interesados, que permite establecer un precio de corte.
- d) **Subasta holandesa:** Sobre la base de las manifestaciones de interés de los inversores se adjudican las ON partiendo de la mejor oferta hacia la menor, hasta agotar el monto de la emisión.

3.2.3. Circular o Memorandum de Oferta "Offering Memorandum"

Su objetivo es suministrar a los prestamistas potenciales información relevante referida al prestatario: posición financiera, objeto de la transacción, medios disponibles para la amortización del préstamo, y algunas circunstancias relacionadas, tales como estudios de mercado sobre el producto al que el prestatario dedica su actividad o información sobre la situación económica y de balanza de pagos del país en el que el prestatario lleva a cabo su actividad, así como especificaciones relativas al posible garante del préstamo.

Dado que el trabajo básico de preparación de esta documentación se lleva a cabo normalmente en la jurisdicción del prestatario, donde están localizadas las fuentes de información no tiene mucha utilidad la revisión legal del proceso, por lo que la utilidad y adecuación de la documentación presentada descansa esencialmente en el banco manager y en el propio prestatario.

La inclusión en el OM- o en otros documentos- de los bancos co-managers apenas atenúa las responsabilidades del manager, revistiendo un carácter meramente publicitario.

3.2.4. El Contrato de Préstamo

A continuación de la carta de mandato, si los managers han tenido éxito en la colocación de la financiación propuesta a su sindicato de prestamistas, los abogados habrán de diseñar la documentación requerida: normalmente un “loan agreement” (contrato de crédito), posiblemente “promissory notes” (pagaré) (más frecuentes en USA), garantías o avales, documentos de seguridad y ocasionalmente, acuerdos intracreedores.

Además de las garantías legales principales, una transacción puede comprender otros instrumentos de respaldo crediticio firmados por las casas matrices u otras terceras partes, de infinita variedad. También, todo tipo de certificados, dictámenes de abogados, aprobaciones de autoridades monetarias, etc.

El contenido sustancial de un típico contrato de préstamo incluye los siguientes aspectos:

- A) ***Representations and warranties*** Constituyen los supuestos de hecho vigentes cuando el banco adopta la decisión de crédito. Se realizan en la fecha de firma del préstamo. Es normal que los bancos exijan para cada disposición un estado informativo o documento que demuestre el respeto a tales "supuestos fácticos". Como estipulaciones fundamentales, en este apartado, cabe señalar:
- i) Condición financiera del prestatario, obligaciones contingentes y titularidad de sus activos.
 - ii) Litigios materiales y fiscales en los que el prestatario pueda estar implicado.
 - iii) Ausencia de incumplimientos de pagos subordinados.
 - iv) Hipotecas existentes sobre bienes del prestatario y prioridad relativa de las mismas.
- B) ***Condiciones precedentes al préstamo*** Son condiciones expresas que deben satisfacerse en el momento en que el prestatario va a recibir los fondos del crédito. Se refieren a las obligaciones de proporcionar los documentos orgánicos de la compañía prestataria. Igualmente, se establecerá la posición de evidencia en la obtención de todos los requisitos internos, registros y autorizaciones gubernamentales, etc.
- C) ***Covenants*** recoge supuestos acerca del futuro comportamiento de la actividad económica del prestatario. La función de la mayoría de las estipulaciones aquí recogidas es establecer guías y límites relevantes para el buen fin del crédito, dentro de las cuales se espera actúe el prestatario durante la vida del préstamo, proporcionando indicadores para la medición del status del crédito y del prestatario. Existen tres categorías principales de covenants:
- i) ***Informativas***: obligan al prestatario a suministrar información regular sobre la situación del negocio.
 - ii) ***Positivas***: obligan al prestatario a llevar a cabo determinadas acciones que el banco considera necesarias para el funcionamiento del negocio del prestatario y para su capacidad de hacer frente a sus obligaciones.

- iii) *Negativas*: restringen la actuación del prestatario en determinados campos.
- D) ***Jurisdicción***: se refiere a la jurisdicción en la cual se iniciarán los procesos judiciales en casos de incumplimiento por parte del deudor. Es importante no dejar abierta la jurisdicción sino circunscribirla a aquellas plazas en que la empresa tenga asesores legales o agentes de proceso en condiciones de recibir notificaciones (generalmente su plaza doméstica, New York y Londres), dado que un acreedor puede iniciar un juicio en Barbados y el deudor recién tomar conocimiento del proceso cuando se el traben embargos.
- E) ***Incumplimiento Cruzado (cross default)***: se refiere a la situación donde dos compañías “A” y “B” forman parte de un grupo económico y una de ellas “A” toma deuda en el mercado financiero. La clausula implica que si una de las compañías entra en default, automáticamente la otra también se la considera en default.
- F) ***Condiciones adversas en el mercado (MAC clause)***: se refiere a la cláusula en un contrato que le da a ambas partes los recursos, o el derecho de cancelar la transacción en el caso de ocurrencia de un acontecimiento negativo. Los acontecimientos negativos pueden ser hechos sustancialmente negativos para ambas partes. Generalmente son; cambios políticos, hechos terroristas, catástrofes.
- G) ***Legislación aplicable***: en los contratos internacionales, generalmente se utiliza la legislación inglesa o la americana. Esto define las normas jurídicas en las que se basará el proceso en el caso de incumplimiento del deudor.
- H) ***Idioma***: los contratos internacionales se redactan en inglés si bien se pueden admitir traducciones a los idiomas de los distintos participantes, ante cualquier conflicto solo se considerará la interpretación de la redacción en idioma inglés.
- I) ***Otras provisiones***: relacionadas con Incrementos de costos (impuestos, requerimientos de reservas, etc.) y disponibilidad de fondos, provisiones de indemnización, provisiones para bases alternativas de tipo de interés o moneda, cláusulas protectoras de los prestamistas ante cambios legales. Incumplimientos, Limitaciones jurídicas domésticas.
- J) ***Cláusulas de Agencia***: condiciones a cumplir con respecto al Banco Agente, entrega de fondos, información, etc.

3.3.Modalidades de Sindicación Crediticia

Los préstamos sindicados tienen distintas modalidades, según la disponibilidad de los fondos, la moneda de pago y las distintas opciones de swaps de tasa y monedas que pueden realizarse, entre ellas podemos considerar:

- a) **TERM LOAN**: disponibilidad de una suma de dinero determinada por un período determinado. El tomador tiene derecho a utilizar la disponibilidad en una o más veces durante el período de disponibilidad. El pago del crédito puede ser periódico (*amortising loan*) o en un único pago al final del período (*bullet loan*). El capital cancelado o prepagado no puede ser nuevamente requerido y las condiciones del crédito pueden incluir una opción multdivisa (*multi-currency option*) para el deudor.
- b) **REVOLVING CREDIT FACILITY**: permite el uso de la disponibilidad por un período determinado, ofrece al deudor la flexibilidad de disponer, pagar y volver a disponer del monto acordado a su discreción, aunque en ocasiones el carácter revolving se limita a períodos determinados. En general, el repago del capital dispuesto se hace en una única vez al vencimiento del término.
- c) **STAND-BY FACILITY**: desde su otorgamiento se espera que el deudor no utilice los fondos, sino que los mantenga como reserva. En este caso, el deudor recurre a otras alternativas de financiación y mantiene esta facilidad crediticia – de su exclusivo beneficio – como alternativa ante el colapso o desaparición de otras fuentes de fondos. No es una garantía de otras deudas del tomador, por lo que no mejora la situación de los acreedores. Los bancos actúan como última fuente de liquidez.
- d) **STAND-BY LETTER OF CREDIT**: Se diferencia de la precedente en el mejoramiento del riesgo crediticio del deudor en relación a terceros. Se utilizó para apoyar colocaciones privadas de commercial papers y otros títulos de deuda. Similar a un aval. Representa una responsabilidad eventual para el banco.
- e) **HYBRID TRANSACTIONS**: combina elementos de otras operaciones financieras con el objeto de flexibilizar la asistencia financiera y adaptarla a los requerimientos del tomador de fondos. Los tipos más comunes dentro de esta categoría son:
 - (i) **Dual currency loans**, créditos a los que se le agrega una opción para las entidades financieras de optar por una conversión de la moneda de la operación a una tasa determinada, pagando una prima al tomador de fondos.
 - (ii) **Loans with a LIBOR backset swap**, son créditos combinados con un swap mediante el cual el tomador paga la tasa existente al final del período de pago en lugar de la que correspondería al comienzo
 - (iii) **Loans combined with an interest rate swap**, que son créditos que, mediante el agregado de un swap de tasa, permiten fijar la tasa, eliminando así el riesgo derivado de la esencial variabilidad de la tasa LIBOR que corresponde a los europréstamos.

3.4.Costo del Préstamo

Existen dos tipos de costos **de pago único y de pago periódico**. Entre los gastos de pago

único se encuentran las comisiones denominadas "Front-end-fees" sobre el importe total del crédito, son las comisiones de dirección ("Management Fees") y de participación. Además de los gastos al inicio y por única vez ("flat") como son los gastos de tramitación inicial de la operación: gastos legales, viajes, publicidad, confección del Memorando, etc.

Entre los costos de pago único debemos considerar los *intereses sobre la parte del crédito desembolsado* en función de la tasa de interés del préstamo, la *comisión de compromiso* ("Commitment Fee") sobre la parte no desembolsada del préstamo, ya que los bancos tienen estos fondos reservados y a disposición del prestatario en función de las cláusulas del contrato, y la *comisión de agencia* (Agency Fee) que remunera en términos anuales, los servicios del Banco Agente. Y también comisiones de aval, seguro, etc.

3.4.1. Intereses

Los intereses se abonarán en forma trimestral o semestral generalmente, a una tasa de interés mixta, compuesta por una base LIBOR más un spread fijo. Se utilizará la tasa LIBO correspondiente a la moneda del préstamo, y en cada período de intereses se fijará mediante el siguiente mecanismo: *el tipo de interés aplicable para el período de capitalización correspondiente será la media de las cotizaciones, a ese plazo, expresadas por los "bancos de referencia", en la plaza y a la hora (normalmente a las 11hs. de Londres, que es cuando el mercado de eurodepósitos es más amplio y activo) señaladas en el contrato de préstamo, 48 hs. antes del inicio del período de interés.*

De modo tal que la tasa del préstamo será una Tasa Nominal Anual capitalizable en función del período de devengamiento de intereses establecido en el contrato de préstamo compuesta por LIBOR más un SPREAD.

Dicho SPREAD constituye el factor de remuneración más importante para el prestamista y principal elemento de negociación con el prestatario. En su cuantía pueden influir diversos factores en función del rendimiento sobre el capital del prestamista (nivel de tipos de interés, grado de apalancamiento en la estructura financiera del banco y volatilidad de los tipos de interés), como en los niveles de riesgo implícitos o derivados de la operación específica (riesgos de tasa de interés, tipo de cambio), riesgo ligado al prestatario (riesgo país y riesgo crediticio), riesgo derivado de las regulaciones (reservas, impuestos), grado de competitividad y liquidez del mercado en el momento de concertación del préstamo.

El SPREAD puede no permanecer constante durante la vida del préstamo, cambiando al cabo de un determinado número de años, o puede ser renegociado con el sindicato en función de la variación de las condiciones del mercado o del riesgo del prestatario.

3.4.2. Comisiones

Las comisiones remuneran los servicios bancarios y los gastos legales y de diverso tipo como

ser las comisiones iniciales (up front fees) de dirección (management fee), de participación: varía de acuerdo a la participación de cada prestamista, tienen carácter compensador de un diferencial menor. Además de la comisión de compromiso o de no-utilización, comisión de agencia o de gestión, gastos legales y diversos. Representan en sí la base de negociación entre los bancos oferentes y el potencial prestatario en la fase previa de sindicación.

3.5.¿ Cuándo y por qué se utilizaron los Préstamos Sindicados?

En los años 1973-74 y 1979-80 hubo aumentos muy fuertes en los precios del petróleo, lo que produjo que los países proveedores (pobres y poco desarrollados) se encontraran de golpe con una masa de dinero inactivo (petrodólares) que, por las características propias de dichos países, no se invirtieron en infraestructura sino que se volcaron a los mercados financieros internacionales.

La banca comercial privada, al encontrarse con una masa de fondos muy importante, comenzó a instrumentar préstamos sindicados destinados a los países en desarrollo (en su mayoría a los organismos y empresas estatales), que reemplazaron la modalidad anterior de colocación de empréstitos en el mercado.

Este creciente flujo de préstamos bancarios fue recibido con satisfacción por los prestatarios, dado que el acceso a los fondos sindicados era menos exigente en el análisis y en el control del destino real de los recursos prestados y no se demostró mayor preocupación por la calidad técnica de los proyectos a financiar.

Tampoco los bancos tenían personal técnico capaz de evaluar grandes obras de infraestructura. Los bancos más se preocuparon por asegurarse la solvencia de las garantías ofrecidas y dieron la bienvenida al "riesgo soberano".

En realidad, en esta forma, con relativamente pocas operaciones, pudieron reciclarse los enormes recursos excedentes, depositados por los países petroleros y las utilidades logradas fueron durante varios años importantes en los balances de los principales bancos internacionales.

3.6.¿ Por qué dejó de utilizarse el préstamo sindicado para Latinoamérica?

El alza de las tasas de interés reales en 1980-1982, la caída en cascada de los precios de los productos primarios desde 1979 y la disminución de las exportaciones provocaron las crecientes dificultades en el ajuste de las cuentas externas de los países en desarrollo. Estas crisis y estos cambios afectaron las mismas bases del sistema financiero internacional.

Se puso en evidencia que las modalidades de la banca comercial de prestar a corto plazo (o a lo sumo a mediano plazo) no eran adecuadas para financiar a largo plazo el crecimiento de los países en desarrollo. Los proyectos de infraestructura en general tienen períodos más prolongados de preparación y ejecución y, por tanto, el comienzo de su rentabilidad va mucho más allá de las

habituales operaciones bancarias comerciales.

En 1982 se produce la crisis de la deuda externa, es decir que los países deudores dejan de honrar sus obligaciones, originadas en su mayoría en los préstamos sindicados otorgados por la banca acreedora internacional.

Todos estos préstamos entraron en las sucesivas refinanciaciones de la deuda externa de los países en desarrollo, lo que llevó a la creación de un mercado secundario de deuda externa, donde la mayoría de los bancos participantes en los préstamos sindicados originales, fue vendiendo su participación con el objeto de limpiar sus carteras de malos créditos.

Este proceso finalizó a fines de los 80's principios de los 90's con la firma del PLAN BRADY por cada uno de los países deudores.

En la década de los 90's reapareció este tipo de financiamiento para los Mercados Emergentes, pero solo destinado a financiar grandes empresas, especialmente las privatizadas en el caso argentino. El endeudamiento soberano se vio representado mediante la emisión de bonos.

4.LA EMISIÓN DE DEUDA

Los títulos representativos de deuda tanto a mediano como a largo plazo reciben genéricamente la denominación de bonos. El bono es, para quien lo emite, un instrumento financiero de deuda. Consiste en una secuencia de pagos o servicios de intereses, que puede o no incluir pagos o servicios de amortización, ya que ésta puede ser única al vencimiento. Para el inversor la adquisición de un bono consiste en lo que se conoce en finanzas como un PROYECTO DE INVERSIÓN SIMPLE, ya que su objetivo es recibir periódicamente una renta y además recuperar la inversión efectuada. Por lo tanto, podemos representar al bono como un vector de flujos de caja, tanto para la parte tomadora de los fondos (el emisor del bono), como para la parte colocadora.

4.1.Tipos de bonos

De acuerdo a la estructura de repago del capital, es decir la forma de amortización del valor nominal, y al plazo hasta su vencimiento, se pueden observar distintos tipos de bonos:

- **BONO CUPON CERO (ZERO COUPON):** Al igual que el Commercial Paper, no paga intereses ni amortizaciones periódicas, paga el valor nominal al vencimiento, razón por la cual se negocia a descuento. La diferencia con el Commercial Paper es que son a largo plazo y suelen utilizarse como garantía de otras emisiones. Tal como los Bonos del Tesoro Norteamericano a 30 años que garantizan el capital de los Bonos Brady emitidos por varios países emergentes como solución a la crisis de la deuda externa producida en los años 80. Argentina fue uno de ellos, hasta que en 2001 se declaró el “default” de la deuda externa, que recién se reestructuró en enero de 2005.

- **BONO CON REEMBOLSO UNICO (BULLET):** Utiliza un sistema de amortización americano, es decir pagos periódicos de intereses y amortización única al vencimiento. Las Notes y Bonds del Tesoro Americano utilizan este sistema.
- **BONO CON REEMBOLSO PERIODICO (Sinking Fund):** Efectúa pagos periódicos de interés y amortizaciones. No necesariamente ambos conceptos coinciden, es decir, pueden pagarse intereses semestrales con amortizaciones anuales y contemplar además período de gracia (durante un tiempo no se pagan amortizaciones, solo intereses). Es común el sistema alemán o sistemas de cuotas de capital crecientes aleatoriamente. Ejemplo: el Floating Rate Bond Argentino se emitió a 12 años y se amortiza en cuotas semestrales 7 del 1 %, 1 del 5% y 11 del 8% del capital. O los nuevos bonos surgidos de la reestructuración del 2005.
- **BONO CONVERTIBLE:** en acciones del emisor, a opción del inversor, en forma y tiempo determinados.
- **BONOS CON WARRANTS:** se emiten con certificados de opción que permiten adquirir algún otro activo en tiempo y forma prefijados (acciones del emisor).

4.2.Participantes en el mercado de bonos

El Mercado de Bonos junto con el Mercado de Acciones conforman el Mercado de Capitales, que es la principal fuente de financiamiento para las empresas en los mercados desarrollados y tuvo un crecimiento importante durante la década del 90 con la incorporación al Mercado Internacional de los denominados Mercados Emergentes, conformados en su mayoría por aquellos países latinoamericanos, asiáticos y del este europeo, que reestructuraron su deuda externa a través del Plan Brady.

La financiación a través del Mercado de capitales representa para el deudor el acceso a una fuente muy variada de fondos y la posibilidad de diseñar distintas estructuras de pago que se puedan calzar con los ingresos provenientes de la aplicación de dichos fondos. Estas estructuras pueden resultar mucho más flexibles que los préstamos bancarios, máxime las limitaciones que estos tienen con respecto a las relaciones técnicas exigidas por sus bancos centrales, tal como quedó expresado en el capítulo anterior.

Por lo tanto, podrán ser **EMISORES** de títulos de deuda tanto las empresas, las entidades financieras y especialmente los gobiernos. Estos últimos son los más activos participantes en los mercados de capitales. La diferencia de las emisiones de títulos con respecto al préstamo bancario radica también en el tipo de acreedor. En el caso de la emisión de bonos el acreedor es el **INVERSOR**, bonista o tenedor del título. Entre ellos encontramos particulares, empresas, entidades financieras, inversores institucionales tales como compañías de seguros, fondos comunes de inversión, AFJP e inversores extranjeros. La gran diferencia entre el financiamiento a través del mercado de capitales y el préstamo bancario es el rol que cumplen los **INTERMEDIARIOS FINANCIEROS**, especialmente con respecto al **RIESGO DE CREDITO**, o sea que el deudor no

pague capital e intereses.

En el caso de un préstamo bancario, el banco obtiene fondos de los depósitos que capta del público a corto plazo (hasta un año) y presta generalmente a largo plazo, afrontando el descalce y la posible falta de pago del prestatario con su propio capital, por lo tanto asume el riesgo de crédito. Para ello los bancos cuentan con un departamento de Evaluación de Proyectos o de Análisis de Crédito donde asignarán una calificación al cliente.

En cambio en el caso de emitir deuda el rol del intermediario financiero pasa por organizar la emisión y colocar los títulos en el mercado primario, tarea por la cual cobrarán una comisión. Dichos intermediarios son los Bancos comerciales, Brokers internacionales y Bancos de inversión. Luego los títulos continuarán negociándose en el Mercado Secundario a través de agentes bursátiles, agentes de mercado abierto y bancos.

De esta forma quien asume el riesgo de crédito es el inversor. Si el emisor no paga el perjudicado es el tenedor del título. Por esta razón existen agencias **CALIFICADORAS DE RIESGO**, como Moodys, Fitch y Standard & Poors, que asignan una letra indicativa del riesgo que va a asumir el comprador del título, como hemos visto en el Capítulo 1 de esta obra.

4.3. Características generales de un bono

Verificada la necesidad de fondos y el objetivo de la financiación, como puede ser la financiación de un proyecto de inversión, es necesario diseñar la emisión de bonos, por lo que es menester definir los siguientes puntos:

- **Monto:** será el Valor Nominal de la emisión sobre el que se pagarán los intereses. Se definirá en función de la necesidad de fondos, y el posible precio de lanzamiento.
- **Moneda:** en función de las plazas financieras donde se piensa colocar el bono puede ser doméstica o foránea y en ese caso se tendrá en cuenta las principales monedas en el contexto financiero internacional. Por lo tanto se deberá tener presente qué moneda la empresa captará en el futuro, producto del recupero de la inversión.
- **Plazo:** hasta el vencimiento del título, se considera mediano hasta 7 años y largo más de 10 años hasta 30 años. Últimamente se han efectuado emisiones a más de 30 años. También tendrá relación con el plazo del proyecto a financiar.
- **Tasa de interés o tasa de cupón:** puede ser fija durante toda la vida del título, flotante sobre una base conocida como LIBOR si es una emisión internacional, o mixta con un componente variable como LIBOR más un margen fijo. Debe tenerse en cuenta para establecer la tasa que los pagos futuros deberán tener relación con los cobros provenientes de la aplicación de los fondos.
- **Pago de intereses:** vencidos y periódicos. En general se suele diseñar cupones semestrales o anuales. También dependerá de la periodicidad en la disposición de los fondos.
- **Amortización:** única al vencimiento, periódica con o sin período de gracia.
- **Garantías:** reales, fianza bancaria, colateral en títulos o fideicomiso de efectivo.
- **Colocación:** oferta pública mediante la colocación en Bolsas o Mercados Organizados o privada quedando en cartera de algunos acreedores producto de una reestructuración de deuda.

- **Instrumentación:** mediante láminas definitivas o certificados globales o anotaciones en cuenta.
- **Marco de negociación :** mercado primario y mercado secundario.

Al armar la emisión de un bono, además de la suscripción de ciertos contratos es necesario diseñar un prospecto que contemple toda la información sobre la emisión, datos sobre el emisor, y si la colocación se efectúa en el exterior, sobre el país.

4.4.Emisiones Internacionales de Bonos

Una emisión de deuda se considera internacional cuando se pone en circulación fuera del país de residencia del prestatario. Tal como vimos con el Crédito Internacional, podemos hablar de:

- **BONOS EXTRANJEROS:** es una emisión de deuda en moneda del país donde se coloca la misma, realizada por un prestatario extranjero y colocada por un sindicato doméstico. Ejemplos:

MONEDA	PAIS	BONO
Dólar USA	EE UU	Yankee
Yen	Japón	Samurai
Peseta	España	Matador
Libra Esterlina	Reino Unido	Bull Dog
Florines	Holanda	Rembrandt
Dólares	Australia	Canguros

- **EUROBONOS:** son bonos emitidos en moneda distinta a la del país en que se coloca y distribuidos generalmente por medio de un sindicato de bancos de varios países.

4.5.Bonos Extranjeros

Si bien el emisor es extranjero, es una emisión efectuada en un mercado doméstico, por lo tanto será supervisada por las autoridades locales. Se consideran bonos extranjeros a las emisiones realizadas por:

- Gobiernos, agencias gubernamentales o subdivisiones territoriales que no están localizadas en el país en cuyo mercado se realiza la emisión.
- Organizaciones Internacionales.
- Empresas que no tienen domicilio social en el país de emisión o que no se han constituido bajo la legislación del mismo.
- Empresas internacionales de patrocinio oficial, excepto cuando su domicilio social está en el país de emisión.
- Filiales puramente financieras que tienen su domicilio social en el país de emisión, pero cuya compañía matriz tiene su domicilio en otro país, y con poca o ninguna capacidad de producción en el primero.

4.6.Euromercado

En el participan inversores y tomadores de fondos no residentes en el país donde está localizado el mercado. Permite negociar activos con las siguientes características:

- Los activos emitidos se ofrecen simultáneamente a los inversores que se encuentran en varios países.
- Están denominados en moneda distinta a la de curso legal de la plaza financiera correspondiente.
- No están sujetos a la legislación de ningún país.

Las razones para emitir deuda en el Euromercado son:

- Reducción del costo de la propia financiación.
- Mayor diversificación de las fuentes financieras de los emisores que ven así reducirse la dependencia de sus propios mercados nacionales.
- Conseguir financiación es más fácil que en el mercado nacional debido a la gran cantidad de fondos solicitados por el emisor que sería difícil captar en el mercado local.
- Posibilidad de atraer nuevos inversores.

4.6.1.Eurobonos

Hay factores cualitativos que explican y refuerzan la importancia de las emisiones internacionales de bonos y especialmente de Eurobonos, entre ellas podemos citar a la *variedad* ya que emisores e inversores se enfrentan a un amplio abanico de posibilidades, tanto en lo que se refiere a las monedas de denominación como a las características concretas de los bonos, y la *flexibilidad* dado que es un mercado muy poco sometido a regulaciones nacionales, campo privilegiado de pruebas para las innovaciones en los productos y en las técnicas de distribución.

Las características básicas de los Eurobonos es que son títulos de deuda negociables que conllevan explícita o implícitamente el pago de un interés, pueden cotizar en alguna bolsa de valores, los intereses generalmente son libres de impuestos. Su valor de mercado depende del nivel de tasas de interés y de tipos de cambio aplicables, de la calidad crediticia del prestatario, de la liquidez de los títulos en el mercado, de opciones y cláusulas protectoras que contenga, u de las regulaciones aplicables.

Son generalmente títulos de largo plazo, mayor de 2 años hasta 30 años. Si bien hay emisiones a 100 años (Embotelladora de Coca Cola Chile) y bonos a renta perpetua (tasa variable sin amortización) (Reino Unido). Algunas emisiones tienen opciones de amortización anticipada ya sea a favor del emisor (call) o del inversor (put). Pueden incorporar fórmulas de amortización (sinking fund) o de recompra (purchase fund) periódicos que reducen los títulos en circulación.

4.6.1.1. Clases de Eurobonos

La gran mayoría de los Eurobonos son *bullet*, es decir con amortización al vencimiento pero podemos destacar dos grandes tipos:

- **Bonos a Tasa Fija (STRAIGHTS):** que se emiten a la par, o muy cerca. El cupón se fija en las condiciones de emisión, puede ser semestral o anual, pero no necesariamente constante, dado que existen emisiones cuyos cupones se ajusta al alza (*step-up*) o a la baja (*step-down*) en fechas establecidas. Puede tener incorporado algún mecanismo de diferimiento en el tiempo del cupón (plazo de gracia). Existen bonos cuyos cupones se expresan en moneda distinta a la de la denominación del capital (*dual currency*), en algunos casos el inversor puede elegir la moneda en que quiere cobrar.
- **Bonos a Tasa Variable (Floating Rate Note- FRN):** El cupón se revisa periódicamente en forma trimestral, semestral o anual, sobre la base de un diferencial prefijado sobre un tipo de referencia que generalmente es LIBOR. Esta situación como ya se explicó en el caso del préstamo sindicado, si bien deja expuestos al riesgo de tasa de interés, tanto al inversor (colocación de fondos a largo plazo a tasa fija baja) como al emisor (endeudamiento a largo plazo a tasa alta), permite equilibrar entre las dos partes la influencia de los tipos de interés, ya que cuando suben o bajan lo hacen afectando simultáneamente a emisor e inversor, lo cual tiene especial sentido cuando el inversor toma prestado a tipo variable, como es el caso de los bancos.

4.7. Emisores de bonos internacionales

La mayor proporción de emisores se da en primer lugar entre países OECD² (Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económica), le siguen países Exportadores de petróleo, países Emergentes y Organismos Internacionales de desarrollo, en ese orden. Y dentro de estas regiones, en primer lugar podemos incluir al Sector Público, luego a los bancos y empresas privadas no financieras.

El grado de aceptación que cada emisión puede recibir en el mercado depende de varios factores entre ellos podemos mencionar la calidad crediticia, la dimensión del prestatario, y la frecuencia de aparición en el mercado.

4.8. Pasos a seguir en la emisión de bonos

El procedimiento a seguir es similar a la organización del préstamo sindicado. En primer lugar el tomador de deuda solicitará a distintos bancos le coticen la emisión de deuda, solicitando monto estimado, moneda, plazo y explicando el destino de los fondos.

² Países miembros de la OECD: Alemania, Australia, Austria, Canadá, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hungría, Islandia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, México, N.Zelandia, Noruega, Polonia, Portugal, Suecia, Suiza, Reino Unido, Rep. Checa y Turquía.

Los bancos que decida cotizar, le propondrán la estructura del título, una tasa de cupón tentativa basada en alguna tasa de referencia, si el cupón es de tasa variable será la LIBOR correspondiente a la moneda de emisión y si el cupón es a tasa fija se tomará como parámetro una tasa representativa, por ejemplo si la emisión es en dólares estadounidenses se tomará como referencia la Tasa del Bono del Tesoro de similar plazo.

Además los bancos cotizantes deberán informar las comisiones y costos que cobrarán. Entre estos figuran los siguientes:

- comisión de dirección,
- comisión de suscripción,
- comisión de colocación,
- costos legales,
- Road show
- impresión del prospecto,
- impresión de láminas,
- listing (cotización en bolsas)
- Calificación (por lo menos 2)
- agente de pagos (cupones y amortizaciones)

Una vez recibidas las ofertas, el emisor seleccionará al banco que liderará el sindicado organizador, quien recibe el nombre de ARRANGER o LEAD MANAGER. La selección se efectuará en función de quien cotee las mejores condiciones (esto es mejor estructura de financiamiento y menores comisiones y gastos).

Luego los pasos son similares a la organización de un préstamo sindicado, tal como se muestra en el siguiente esquema:

- **Preparación de la documentación:** el banco líder, junto con sus abogados y los abogados del emisor diseñarán toda la documentación a suscribir entre el emisor y el líder, entre el líder y los co managers, entre ellos los contratos de emisión, suscripción, dirección, underwriting y de agencia.
- **Selección de los co directores:** el banco líder de común acuerdo con el emisor seleccionará a los bancos que van a integrar el sindicato teniendo en cuenta su experiencia así como la red de distribución internacional para la colocación posterior del título en el mercado secundario.
- **Preparación del Offering Memorando o Prospecto de emisión:** es el documento que se presentará a los inversores en el que se debe describir las características del título a emitir, los aspectos legales fundamentales como ley aplicable y jurisdicción, información sobre el emisor del título y si es una colocación internacional debe incluirse un capítulo con información sobre el país del emisor.
- **Road Show:** preparada la documentación, seleccionados los miembros del sindicato, representantes del banco líder, de la empresa y abogados visitarán aquellas plazas financieras donde estiman colocar la emisión efectuando una presentación en la que resaltarán los aspectos relevantes incluidos en el Prospecto de Emisión, a fin de informar a los potenciales inversores y obtener una idea aproximada de la aceptación del título.

- **Lanzamiento:** finalizado el road show y todos los trámites necesarios para listar la nueva emisión en bolsas (generalmente Londres y Luxemburgo si se emite un Eurobono) se anunciará el día de lanzamiento o colocación en el mercado primario, que está integrado por los miembros del sindicato y los bancos participantes en función del compromiso adquirido de colocar en firme (underwriting) o mejor esfuerzo.
- **Cierre del precio:** El precio de colocación primaria se establece 48hs hábiles anteriores a la fecha de lanzamiento.

4.8.1. Programa de emisión de bonos a mediano plazo

a) Características generales de un programa

- Es la estructura más común usada por los tomadores de fondos en los mercados emergentes y permite la colocación de los bonos tanto en el Euromercado como también en los Estados Unidos bajo la Rule 144 A.
- Son emitidos en varias series sobre un período que puede abarcar dos años o más porque el programa no expira hasta que todos los bonos bajo el programa hayan sido emitidos.
- Para un emisor Argentino, permite acceder tanto a los inversores radicados en Estados Unidos como en Europa y Asia.
- Permite una alta flexibilidad y posibilita una vasta distribución de los títulos en el mercado primario, mientras provee los mecanismos estructurales para facilitar un mercado secundario líquido para los bonos emitidos.
- Una destacada emisión inaugural con un mercado secundario líquido establecerá un atractivo "pricing benchmark" y facilitará subsecuentes emisiones más pequeñas.
- Cómo debe estructurarse un programa depende de cómo intenta el emisor hacer uso de la facilidad. Las recientes innovaciones y la relajación de las regulaciones han hecho que el producto tenga una extrema flexibilidad, permitiendo al tomador de fondos el acceso a una gran variedad de transacciones, incluyendo ofertas tradicionales en una variedad de monedas, colocaciones estructuradas, ofertas continuas y transacciones de "underwriting". Simultáneamente, la documentación típica del programa provee al emisor la máxima flexibilidad, optimizando el mecanismo de los Bonos a Mediano Plazo.

b) Tamaño del Programa

- El tamaño del programa varía en gran forma; desde menos de u\$s 100 millones hasta un límite de u\$s 10 billones.
- Normalmente, los emisores tienden a establecer un Programa por un tamaño que refleje por anticipado el volumen de fondeo que requerirán en los próximos 2 o 3 años, a fin de evitar costos adicionales que provocaría un tamaño original demasiado pequeño.
- Sin embargo, establecer un importe para el Programa demasiado elevado podría ser interpretado por los inversores como un indicativo de un endeudamiento creciente, con la consecuente implicancia negativa en cuanto al riesgo de crédito que representa el emisor. Es necesario que el emisor sea pragmático en la selección del tamaño adecuado del Programa.

c) Vencimientos:

A pesar de que las emisiones de Medium Term Notes siguen enfocadas en vencimientos de más de 10 años, los últimos Programas han establecido vencimientos comprendidos entre un mes hasta 60 años, sin embargo el plazo de 10 años es el más común en las emisiones de Latinoamérica, lo que permite emitir desde Commercial Papers si el emisor es una empresa, o Certificados de Depósito si el emisor es un Banco, que son títulos cupón cero a menos de un año, hasta bonos a largo plazo para ambos tipos de emisores.

d) Estructura de los títulos:

La documentación del Programa deberá prever los términos de los títulos a ser determinados al tiempo de cada emisión, permitiendo la máxima flexibilidad con respecto a la conciliación de las necesidades de fondeo del emisor, lo que demanden los inversores y las condiciones del mercado. Por esta razón y en reconocimiento de la evolución creciente en la complejidad de la estructura de los títulos, este Programa deberá incluir documentación que abarque la emisión de los siguientes tipos de instrumentos:

- A tasa fija, flotante o cupón cero, convencionales.
- Con cupón variable o irregular.
- Estructurados
- Con opciones put y call.
- Eurobonos
- y cualquier otro tipo que acuerde el Emisor con los Dealers.

e) Moneda:

La cantidad de monedas disponibles para emisiones a través del mercado de Medium Term Notes se ha incrementado sustancialmente en los últimos años. El programa deberá incluir todas la monedas en las cuales el Emisor estima emitir. Incluir monedas adicionales con un potencial de emisiones futuras limitado puede complicar la documentación. Sería conveniente incluir las principales monedas como el dólar, el euro, el yen, la libra.

f) Listado en Bolsas de Valores:

Es conveniente registrar el Programa en las Bolsas de Londres o Luxemburgo. Si bien no es esencial, ellos proveen las siguientes ventajas:

- los inversores perciben gran liquidez con títulos registrados.
- los documentos incorporados están disponibles para la inspección que requieran los inversores; y
- ciertos inversores como en Alemania y Japón no pueden adquirir títulos que no estén registrados en alguna bolsa.

La elección de la Bolsa es arbitraria, pero los requisitos de Luxemburgo son más simples que Londres y los costos son menores. Téngase en cuenta que al registrar el Programa no se requiere el registro de cada tramo en particular.

g) Calificación:

La calificación de las deudas a largo plazo por parte de las agencias calificadoras internacionales reconocidas es esencial para el desarrollo y el armado de una buena base de inversores. Si bien un buen número de emisores Latinoamericanos han implementado Programas con relativo éxito sin calificación, para emisores que deseen enfatizar la distribución de sus papeles en los Estados Unidos, las calificaciones son sumamente importantes. Muchos inversores institucionales están sujetos a límites sobre ciertas "canastas" de inversiones.

Con relación a las colocaciones en Italia, es indispensable contar con al menos una calificación para obtener la autorización gubernamental para emitir.

El costo aproximado de cada calificación ronda entre los u\$s 20.000 y u\$s 40.000.

h) Selección del Organizador (Arranger):

La elección del organizador del Programa es mucho más simple que la de los dealers, porque algunos dealers no tienen interés en el armado del Programa (ellos buscan solamente asegurar el acceso a la emisión de un papel). A diferencia de las emisiones de bonos sindicadas, donde el rol del Líder alcanza el cometido de la preparación de la documentación de la transacción, el mayor beneficio que el organizador acumula desde la creación del Programa, es la capacidad de controlar el estilo de la documentación y la estructura del Programa.

Por lo tanto para seleccionar a la entidad que liderará el armado es necesario tener en cuenta la consistencia con las metas del Programa, los costos y la experiencia.

El candidato deberá demostrar liderazgo y experiencia en todos los aspectos relativos al tipo de emisor que puede ser un Estado Soberano, una Entidad Financiera Estatal o Privada, o una Empresa Estatal o privada.

Otro factor a ser considerado es la elaboración y distribución de información financiera propia por parte del líder y los dealers intervinientes ya que estos ayudará a que el emisor sea incluido con mayor frecuencia en dichos informes y seguramente en términos más favorables, actuando como soporte en el mercado secundario.

i) Selección de los Dealers:

La cuidadosa selección del grupo de management para una nueva emisión es una de las más importantes decisiones que debe tomar un emisor de deuda en el mercado de capitales. El tamaño y la composición del grupo son parámetros de una exitosa gestión y un óptimo precio para la emisión de un bono.

Una apropiada estructura de dealers reflejará cómo el emisor intenta utilizar su Programa de emisión. Una vez que estas metas sean claras, la elección de los mismos se verá simplificada y deberá reflejar :

- la correlación entre las metas del Emisor con la competencia del dealer;
- la relación entre el dealer y el emisor ; y
- la infraestructura del dealer para la colocación de los títulos.

La capacidad de los dealers quedará demostrada teniendo en cuenta:

- una distribución del producto que comprenda categorías de mercados e inversores consistentes con las metas del Programa.
- presencia sustancial y operativa en el “target” de inversores a que se apunte.
- experiencia en la documentación y
- compromiso crediticio con el emisor.

Teniendo en cuenta la naturaleza fragmentada de la base de inversores en “Medium Term Notes”, los programas históricamente se han caracterizado por uno a seis dealers.

Para determinar la cantidad de dealers, el emisor deberá tener en cuenta cómo utilizará el Programa. Si bien un amplio grupo de dealers teóricamente maximizaría la oportunidad de captar inversores para las transacciones iniciales, un número demasiado grande contrariamente, puede diluir la motivación de los dealers individuales y requerirá un mayor esfuerzo para un adecuado manejo.

El tamaño del grupo podría abarcar además del Lider, desde 6 a 10 co-managers. Los participantes deberán tener un amplio acceso al mercado secundario y amplio conocimiento del emisor y del país, además de capacidad de comercialización y de distribución por lo que sería importante que participaran bancos norteamericanos, europeos y asiáticos, de conocida trayectoria en los mercados emergentes.

Evidentemente dado que la responsabilidad del éxito de la emisión depende del Lider, éste debería controlar una proporción importante de los bonos a fin de mantener disciplina en las ventas y el proceso de sindicación y de esa manera garantizar un sólido mercado secundario para la emisión.

j) Costos:

Uno de los principales beneficios de establecer un programa de bonos a mediano plazo es el ahorro de costos. Un emisor puede decidir emitir bonos a discreción. Si bien la documentación está bien establecida, la flexibilidad y los rangos de opciones contemplados en la mayoría de los programas los hacen marginalmente más complejos que la documentación de un Eurobono tradicional.

El componente de costos más pesado para el establecimiento de un programa será los honorarios legales. Los principales factores que determinarán estos costos deberán incluir:

- lo familiarizado que esté el asesor legal con la documentación requerida y la experiencia en transacciones en Latinoamérica;

- el conocimiento que posea el Arranger sobre el Emisor y el mercado local ;
- la complejidad y lo novedoso de alguna opción incorporada en el programa y el tiempo que tome el establecimiento del programa.

A fin de minimizar costos es muy importante que los asesores legales del emisor tanto en USA como en Argentina tengan experiencia en la preparación y el establecimiento de similares programas para emisores argentinos. Por ejemplo, los costos mínimos estimados podrían ser los siguientes (en un programa por u\$s 1.000 millones:

Asesor Legal del Emisor (1)	u\$s 150.000.-
Trustee, Agente de Pago y Registro (2)	u\$s 20.000.-
Impresión de la Circular del Programa	u\$s 50.000.-
Total	u\$s 220.000.-
(1) Incluye Asesor Legal en Argentina u\$s 25.000.-	
(2) Incluye comisión de listado en Luxemburgo.	

k) Tipo de Inversores:

Al establecer la primera emisión en dólares habrá que hacer incapié en la colocación de la misma en el mercado del dólar, tanto en Estados Unidos como en el Euromercado.

Para el primer tramo por ejemplo se estima conveniente una distribución de papeles de 40/45% en Estados Unidos y de 55/60% en Europa y Asia. La distribución en estos mercados también dependerá de los plazos de cada tramo, ya que algunos mercados tienen marcadas preferencias por bonos con vencimientos menores a 3/5 años (Europa y Asia), y otros aceptan con mayor facilidad el largo plazo.

Es muy importante organizar un buen plan de comercialización que tenga en cuenta las preferencias y las características de cada grupo inversor. Hay fundamentalmente 6 grupos que constituyen la base de los inversores institucionales en el mercado de eurodólar, estos son las Compañías de Seguros, "Money Managers", Fondos de Pensión públicos y privados, "Global Assets Managers", Fondos Comunes de Inversión y Bancos de Inversión.

En principio y si es la primera vez que se accede a los mercados internacionales no se debería enfatizar la colocación en el sector minorista ya que la tendencia en este tipo de inversores es de conservar el papel luego de adquirido sin volcarlo al mercado, y precisamente una de las metas debe ser que la primera emisión "haga mercado" mejorando así el margen para futuras emisiones.

l) Roadshow:

Es importante para asegurar el éxito de la emisión efectuar la oferta del bono a la mayor cantidad de potenciales inversores. Para ello es necesario organizar un programa de "Roadshow" que contemple presentaciones y reuniones con los inversores en los principales centros financieros de Estados Unidos, tales como Nueva York, Boston, y de Europa como pueden ser Londres y Zurich. Es

importante también acceder al mercado asiático por lo que sería conveniente efectuar presentaciones en Tokio y Singapur.

De todos modos no se debe descartar efectuar visitas y reuniones individuales con los grupos de inversores, o conferencias telefónicas.

En estas presentaciones se debe describir una historia completa del Emisor que destaque su importancia dentro del sector económico y del país, su trayectoria y su historial de cumplimiento de sus obligaciones; su situación actual y perspectivas; la importancia de la presencia del Emisor en el mercado internacional de capitales.

Además se debe presentar no solo la primera emisión sino el PROGRAMA en sí lo que permitirá a los inversores solicitar emisiones en otras monedas y así también captar al pequeño inversor y a los inversores de Asia.

m) Metas establecidas por el emisor:

Si bien puede suceder que la situación por la que atraviere el emisor en su mercado no requiera un endeudamiento mayor, pero en caso de haber emitido anteriormente títulos y teniendo en cuenta el éxito obtenido en la colocación de dichas emisiones junto con el permanente interés de los grandes bancos de inversión en contar en sus carteras con papeles del emisor hace imprescindible mantener su presencia en el mercado.

El lanzamiento de un Programa de Emisión de Bonos a Mediano Plazo es el instrumento ideal, ya que el mismo permitirá que el nombre del Emisor figure entre los principales emisores de los Mercados Emergentes, sin necesidad de tomar compulsivamente fondos de difícil aplicación, regulando los tiempos, las monedas más convenientes y los montos de las emisiones.

Las metas para el logro de estos objetivos son las siguientes:

- Lanzamiento del Programa: establecer fecha.
- Si las condiciones del mercado lo permiten (precio y tasa), lanzamiento simultáneo de la primera emisión tal como se estableció. Esto reducirá los costos.
- Si las condiciones del mercado hacen demorar el lanzamiento del tramo inaugural, establecer una segunda fecha de lanzamiento.
- Aprovechar el Roadshow para tantear los mercados y ver la posibilidad de salir con una segunda emisión tal vez en otras monedas o por tamaños menores a la primera, o de acuerdo al pedido de los inversores en particular, modificar las condiciones del primer tramo.

n) Estrategias:

La flexibilidad conferida por un MTNP, posibilita al emisor obtener fondeo a través de diversas vías, conforme las necesidades específicas en un momento determinado.

Entre las estrategias de colocación que contemplen esas necesidades, podemos citar:

- 1 - **"Posting" continuo:** Dentro de la oferta continua de papeles sin la intervención de un underwriter, el emisor puede encararla:
 - A niveles agresivos: esta estrategia es utilizada cuando el emisor no tiene necesidades inmediatas de fondeo y puede esperar a inversores que acepten las condiciones más convenientes para él. El Posting además permite que todos los agentes que intervengan en la colocación puedan "educar" a los inversores respecto del crédito del emisor. Cada agente tiene oportunidad de vender la misma porción de notas.
 - A niveles de mercado: El emisor fija las condiciones a los agentes en base al mercado, y éstos intervendrán en la colocación realizando "sus mejores esfuerzos". El emisor necesita de fondos en ese contexto pero no de la intervención de un underwriter. Esta estrategia permite que las tasas se vayan promediando con el transcurso del tiempo, al mismo tiempo que aparecen diferentes vencimientos. Las porciones de emisión no colocadas podrán ser reubicadas entre otros agentes u ofrecidas en forma competitiva luego de finalizado el período de oferta.
- 2 - **Realizar la transacción con un Underwriter:**
 - A nivel negociado: Esta estrategia es similar a la de cualquier transacción realizada con la intervención de un underwriter en el mercado público. Se elige un lead agent para que coloque una suma específica de deuda, acordando con el agente las condiciones y tasa pero renunciando al beneficio de utilidad obtenida en base a los precios de mercado.
 - A nivel competitivo: en este caso el emisor va a requerir cotizaciones de diferentes agentes antes de realizar la emisión. De la misma manera que en el caso anterior el intermediario comprará la emisión a un precio inferior al del mercado, y no se garantiza que los títulos serán vendidos en forma inmediata (ni tampoco puede garantizarse que serán vendidos a niveles de mercado consistentes con los márgenes de mercado corrientes del emisor).
- 3 - **Reverse inquiry:** El emisor no es quien saldrá a buscar tomadores, sino que los intermediarios serán los que reciban las solicitudes de inversores para colocar fondos realizándose así una emisión "a medida" de ese requerimiento

EJEMPLO DE PROGRAMA DE EMISION DE BONOS A MEDIANO PLAZO (GLOBAL MEDIUM TERM NOTES)

A.- CONDICIONES DEL PROGRAMA

EMISOR:	XX S.A.
MONTO:	Hasta u\$s 1.000.000.000 de valor nominal, en total (o su equivalente, en la respectiva fecha de emisión, en otras monedas).
MONEDA:	Los bonos pueden ser denominados en cualquier moneda o canasta de monedas, sujeto a todos los requerimientos legales y regulatorios aplicables.

**EMISION EN
SERIE:**

Los bonos serán emitidos en una o más series (cada una "Serie"). Cada Serie tendrá idénticos términos y condiciones incluyendo vencimiento y tasa de interés establecidos en el Pricing Supplement. Cada Serie será representada por uno o más Bono Global permanente.

**METODO DE
EMISION:**

Los títulos pueden ser emitidos a través de un sindicato o no.

**PRECIO DE
EMISION:**

Los títulos pueden ser emitidos a la par, o a descuento o premio sobre la par.

VENCIMIENTOS: Cualquier vencimiento desde 31 días hasta 30 años.

**DURACION DEL
PROGRAMA:**

Sin límite.

INTERESES:

Los títulos pueden ser a interés vencido o a descuento. En el caso de títulos a interés vencido la tasa puede ser fija o flotante a un margen por encima o por debajo de una tasa flotante derivada de Reuters o Telerate que debe estar especificada en el Pricing Supplement.

JURISDICCION: Estado de Nueva York.

**FORMA DE LOS
TITULOS:**

- (i) Los títulos vendidos fuera de los Estados Unidos en relación con la Regulación S serán representados o por solo un Bono Global permanente en forma registral, sin cupones, depositados en custodia en DTC, Euroclear o Cedel, o por un Bono Global de la forma Bearer (nominativos).
- (ii) Los títulos vendidos a inversores institucionales calificados en Estados Unidos bajo la Rule 144A serán representados por un solo Bono Global permanente en forma registral, sin cupones, depositados en custodia en DTC.

DENOMINACIONES: Los títulos serán emitidos en las denominaciones especificadas en el Pricing Supplement, sujeto a lo establecido por todas las regulaciones y normas legales correspondientes.

PRICING SUPPLEMENT: las condiciones de cada operación se reflejarán en los "pricing supplements" que se anexarán a las Global Notes y que además 1) define los términos legales de la emisión y 2) actúa como un mecanismo para el listado de las notas.

IMPUESTOS: Los pagos con respecto a los títulos deberán efectuarse sin deducción alguna en concepto de impuestos de Argentina, sujeto a ciertas excepciones.

LISTING: Luxemburgo

LEY APLICABLE: la ley del Estado de New York.

B.- CONDICIONES DEL TRAMO INAUGURAL

EMISOR: XX S.A.

MONEDA: Dólar estadounidense

MONTO: U\$S 150.000.000 (ciento cincuenta millones)

VENCIMIENTOS: 3 o 5 años

AMORTIZACION: única al vencimiento.

PAGO DE INTERES: Tasa fija, pagadera semestralmente.

4.9.¿ Qué diferencias existen entre el Préstamo Sindicado y la Emisión de deuda?

Si comparamos el Préstamo sindicado con la emisión de bonos, se pueden observar las siguientes diferencias:

- i) **ACREEDORES:** En el préstamo sindicado si bien existen varios acreedores, estos son limitados y conocidos. En la emisión de bonos, los inversores son desconocidos y su número si bien es mayor su determinación es imprecisa.
- ii) **POSIBILIDAD DE REFINANCIACION:** En el préstamo sindicado no hay problemas ya que el acreedor es conocido y las negociaciones no trascienden al mercado. En la emisión de deuda una refinanciación es imposible ya que es necesario efectuar un canje de deuda que debe ser aceptado por los inversores por lo tanto las dificultades del deudor son conocidas por el mercado, lo que generará un aumento en el costo de los fondos y una gran dificultad para obtener financiamiento.
- iii) **TASA DE INTERES:** En el préstamo sindicado, la fijación de la tasa es

negociada entre prestamistas y prestatario en función de la calificación crediticia que ellos efectúen y con el conocimiento que poseen del su cliente. Es una Tasa Activa. En cambio en los bonos, la tasa la impone el mercado, porque responde a las apetencias de los inversores, por lo que no depende solo del riesgo crediticio del emisor sino de la volatilidad del mercado, de las expectativas y confianza del inversor.

- iv) **INSTRUMENTACION:** normalmente es más complicada la instrumentación de una emisión de bonos dado que es necesario encarar una serie de gastos y tramitaciones adicionales, (tales como la confección del Memorandum de Oferta más detallado, la realización de Road Shows, la impresión de láminas, listado de los títulos en bolsas de valores, operar a través de Cajas de Valores, como Euroclear o Cedel) que no son necesarios en un préstamo sindicado.
- v) **COSTOS:** además de la tasa de interés aparecen comisiones similares a las de los préstamos sindicados más la comisión de suscripción ("underwriting fee"), comisión del agente de pagos, comisión del fideicomisario.
- vi) **RIESGO:** mientras en el préstamo sindicado quienes asumen riesgo son los prestamistas, en las emisiones de títulos el riesgo es de los inversores.

Teniendo en cuenta los comentarios anteriores, se pueden enumerar las siguientes ventajas de tomar fondos mediante un préstamo sindicado en lugar de emitir bonos:

- i) **ACCESO MAS RAPIDO A LOS FONDOS:** dada su mecánica más simple al evitar como se mencionó en los párrafos anteriores, el Road Show, el listado en bolsas y la espera a que las condiciones del mercado haga favorable el lanzamiento de una emisión.
- ii) **CALIFICACION DE RIESGO:** en la emisión de títulos para la colocación en el mercado internacional es importante la calificación de los mismos por, como mínimo dos de las empresas Calificadoras, lo que implica mayores costos. Esto no se requiere en los préstamos sindicados, ya que la calificación será la crediticia del Banco Prestamista.
- iii) **TASA DE INTERES:** en el préstamo sindicado normalmente la tasa de interés es flotante, determinándose una tasa de referencia que puede ser LIBOR, PRIME de Estados Unidos (dependiendo de la nacionalidad de los bancos participantes en el sindicato) más un margen fijo. En cambio en las emisiones de títulos de países emergentes por el momento priva la tasa fija, a valores significativamente superiores a la tasa de mercado, o en su defecto Flotante con márgenes más altos.
- iv) **COMISIONES y GASTOS:** como ya quedó manifestado son menores las correspondientes a los préstamos sindicados.
- v) **EXPOSICION A LAS FLUCTUACIONES DEL MERCADO:** en las emisiones de

bonos, su precio está sujeto a las fluctuaciones del mercado, lo que indirectamente puede afectar la imagen del emisor independientemente del cumplimiento de los pagos establecidos. En cambio en los préstamos sindicados lo único que afecta la imagen del prestatario es la falta de pago de las obligaciones.

5. CUESTIONARIO

- 1) A cada afirmación responda VERDADERO O FALSO. Justifique su respuesta.
 - a) Crédito Internacional Simple es un crédito otorgado por un banco extranjero a un residente doméstico en la moneda del prestamista.
 - b) Un straight es un bono a tasa fija y con reembolso único.
 - c) Se denominan Eurobonos a aquellos títulos de deuda emitidos en el Euros.
 - d) Un préstamo sindicado es un préstamo otorgado por un grupo de bancos a largo plazo y a tasa variable.
 - e) Tomar fondos mediante un préstamo sindicado o un Eurobono es indistinto para el deudor simplemente depende de las preferencias del mercado en cada ocasión
 - f) En el mercado internacional un Bullet es un bono con reembolso único.
- 2) Describa las características de un préstamo sindicado, los participantes en la sindicación bancaria y la estructura de costos.
- 3) Establezca las diferencias y semejanzas entre la emisión de deuda y de acciones en el mercado internacional.
- 4) ¿Cuáles son los pasos a seguir hasta la colocación de una emisión de deuda en el mercado primario? ¿Qué es el Road Show?
- 5) Una empresa chilena necesita u\$s 100 millones a 10 años, para financiar un proyecto de inversión. Decide recurrir a un INVESTMENT BANK de primera línea con una buena trayectoria en el Euromercado, a fin de que lo asesore sobre las posibilidades de obtener los fondos citados. Si UD. fuera el gerente del Área de Underwriting del Banco de Inversión prepare un informe explicando las distintas posibilidades de fondeo a largo plazo a las que puede acceder la empresa. A su criterio, ¿cuál le recomendaría y por qué?
- 6) Señale las diferencias y semejanzas entre tomar fondos a través de un préstamo sindicado mediante sistema francés o mediante una emisión de Eurobonos "bullet". ¿Qué conviene más? ¿en qué caso?
- 7) ¿Qué es un ADR, cuál es su utilidad?
- 8) ¿Qué ventajas y desventajas presenta ingresar al Mercado de Capitales de USA para un emisor argentino?
- 9) Describa la estructura de costos de un Préstamo Sindicado y de una emisión de Eurobonos, y establezca diferencias y semejanzas entre ellas.
- 10) Describa el proceso de colocación de acciones en el mercado internacional, y cuáles son las diferencias y semejanzas con la colocación de un Eurobono.

6. BIBLIOGRAFIA

1. *Eiteman, David- Stonehill, Arthur- Moffet, Michael* LAS FINANZAS EN LAS EMPRESAS MULTINACIONALES Ed. Prentice Hall, México, 2000 -8° ed,
2. *Zbigniew Kozikowski* Z. FINANZAS INTERNACIONALES Ed. Mc Graw Hill, México, 2000
3. *Mochón Morcillo, Joaquín- García Aguilera, Francisco- Gomez Miguelañez, Juan José* LA FINANCIACION DE LA EMPRESA EN EL EXTERIOR Ed. Mc Graw Hill, Madrid, 1995
4. *Ross, Stephen A. Westerfield, Randolph W.F.* FINANZAS CORPORATIVAS, 3° ed. Barcelona, Irwin 1993.
5. *Paolantonio, Martín Esteban* OPERACIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES Ed. Ruibal-Culzoni Editores, Santa Fé, 1997
6. *Costa Ran, Luis- Font Vilalta, Montserrat* NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN LA ESTRATEGIA EMPRESARIAL ESIC Editorial, Madrid, 1992
7. *Brealey, Richard A., Myers, Stewart C.* PRINCIPIOS DE FINANZAS CORPORATIVAS. Mc Graw Hill Interamericana, última edición.
8. *Solnik, Bruno* INVERSIONES INTERNACIONALES Ed, Addison Wesley Iberoamericana, 2° edición, USA, 1993
9. *Fabozzi, Frank- Modigliani, Franco- Ferri, Michael G.* MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS Prentice Hall Hispanoamericana, México, 1996