

SEGUNDA PARTE. LAS EURO-OBLIGACIONES . . . . .	71
I. La Naturaleza del Mercado de Euro-obligaciones. . . . .	73
1. Especificidad de la Euro-obligación. . . . .	73
Diferencia entre una obligación extranjera y una euro-obligación .	73
Características de la euro-obligación . . . . .	75
2. El Procedimiento de Emisión de los Empréstitos	
Euro-obligatorios. . . . .	78
Las fases del procedimiento de emisión . . . . .	78
Naturaleza de la emisión . . . . .	80
II. El Comportamiento del Prestatario Público Mexicano en el Mercado de Euro-obligaciones . . . . .	83
1. El Acceso y el Volumen Colectado por el Prestatario Mexicano .	83
Identificación del prestatario. . . . .	83
Volumen colectado . . . . .	83
2. Naturaleza de las Operaciones Realizadas . . . . .	86
Una relativa diversidad en las monedas de emisión y en las plazas financieras de lanzamiento . . . . .	86
Diversidad de los instrumentos de colecta y condiciones de los empréstitos . . . . .	88

*Segunda parte*

## **LAS EURO-OBLIGACIONES**

## **I. LA NATURALEZA DEL MERCADO DE EURO-OBLIGACIONES**

### **1. Especificidad de la Euro-obligación**

Las euro-obligaciones, como las eurodivisas y los eurocréditos, tienen su origen en las profundas transformaciones operadas en el sistema financiero internacional después de la Segunda Guerra Mundial. De manera más particular, muchos analistas subrayan que el verdadero punto de partida de las euro-obligaciones debe situarse en 1963, cuando la administración norteamericana implementó la tasa de perecuación del interés (IETE), por razones de equilibrio externo.

Hasta esa fecha, el mercado de Nueva York se constituía en el primer centro de emisión de valores mobiliarios por demandantes extranjeros. Para evitar la tasa, los emisores no residentes comenzaron a lanzar al exterior de los Estados Unidos de Norteamérica emisiones liberadas en dólares. Así, el mercado de euro-obligaciones se explica como una reacción contra las reglamentaciones nacionales aplicables a los valores mobiliarios.

El mercado de euro-obligaciones no debe ser confundido con otras formas similares de empréstitos internacionales, tales como las obligaciones extranjeras, si bien debe destacarse que ambas emisiones poseen elementos comunes a toda obligación.

### **Diferencia entre una obligación extranjera y una euro-obligación**

Como todo empréstito obligatorio, la obligación extranjera tiene ciertos elementos que son inherentes a todas las obligaciones financieras, es decir, cons-

tituyen préstamos representados por títulos negociables emitidos por una sociedad que requiere volúmenes de capital considerables, generalmente a largo plazo y la cual divide su deuda en un gran número de fracciones. En este sentido, los títulos representativos de la deuda de los obligatorios son necesariamente títulos negociables, lo cual implica su posible negociación en una bolsa de valores.

Destaquemos que todo préstamo obligatorio se remunera por un interés que se paga anualmente, calculado de acuerdo a una tasa fija, generalmente determinada en el contrato. Los acreedores tienen derecho al reembolso del capital en el día de vencimiento del empréstito, bajo reserva de un reembolso anticipado, según una tasa de amortización establecida por el emisor. Cabe señalar que los empréstitos obligatorios pueden comportar ganancias en capital para los inversionistas, además de la percepción del interés, de esta manera se han desarrollado los sistemas de emisión a la par y por debajo del par. En la emisión por abajo del par se coloca un título, ofreciéndolo, por ejemplo, a 90 dólares en lugar de 100 dólares.

### ***Definición de una obligación extranjera***

La obligación extranjera es una emisión privada o pública colocada fuera del país del prestatario, es decir, en un mercado financiero fuera del país del demandante de crédito. Como puede suponerse, la emisión de obligaciones extranjeras se encuentra reglamentada por las autoridades nacionales de las plazas financieras en donde se realiza la emisión; el prestatario no residente debe llenar una serie de requisitos que van desde recibir autorizaciones individuales para acceder a los mercados, hasta respetar reglamentaciones administrativas o bien soportar cargas suplementarias para sus empréstitos.

Los mercados de obligaciones extranjeras han sido por excelencia las plazas financieras de Nueva York y Suiza; no obstante, en los últimos años han aparecido otras plazas como consecuencia de la liberalización de las reglamentaciones nacionales en materia de emisiones extranjeras, el caso más concreto es el de Japón, donde se emiten los llamados "Samurai Bonds", a diferencia del "Yankee Bond" emitido en Nueva York.

Una vez que un no residente ha satisfecho las condiciones para acceder a los mercados nacionales, debe esperar un plazo de acuerdo a un calendario establecido por las autoridades.

### ***Definición de la euro-obligación***

No existe una definición de aceptación general sobre lo que es una euro-obligación. Los criterios para definirla son convencionales y varía de una institución financiera a otra. Así, por ejemplo, para la OCDE, una emisión internacional debe ser colocada simultáneamente sobre los mercados de al menos

dos países por sindicatos bancarios de diversas nacionalidades. A diferencia de una emisión extranjera que se coloca sobre un solo país, montada por un sindicato de bancos de éste mismo y liberada en la moneda del país donde se emite.<sup>42</sup>

Para la Morgan Guaranty Trust, una emisión internacional se encuentra destinada a ser colocada en el exterior del país que demanda el crédito; ella puede ser una euroemisión o bien una emisión extranjera. Mientras que la euroemisión está suscrita por un sindicato internacional y colocada en países diferentes de aquel al cual pertenece la moneda que sirve para liberar la emisión, la emisión extranjera es suscrita por un sindicato compuesto por miembros de un país, colocada en este país y liberada en la moneda del mismo país en donde se realiza la emisión.<sup>43</sup>

Para M. de Fouchier, "una euro-obligación es un valor emitido por una entidad pública o privada fuera de su país de origen, liberada en divisas convertibles, generalmente dólares o marcos alemanes, cotizada como valor extranjero sobre una o diversas bolsas internacionales y cuyo servicio financiero se efectúa en las ventanillas de diversos bancos europeos y americanos"<sup>44</sup>

De las definiciones precedentes se puede inferir que pese a la diversidad de criterios para definir una euro-obligación, éstos presentan invariablemente dos elementos comunes: a) La ausencia de un lugar de emisión único, lo que implica negar la noción de mercado de emisión nacional para sustituirlo por mercado de emisión internacional, y b) La presencia necesaria de un sindicato bancario internacional.

A la luz de los elementos comunes precedentes, puede destacarse que "el empréstito euro-obligatorio se caracteriza por realizarse en un mercado sin fronteras, lo que suprime todas las correlaciones habituales entre nacionalidad del prestatario, moneda del empréstito, lugar de colocación y lugar de cotización en bolsa". A título de ejemplo, será un empréstito euro-obligatorio el empréstito emitido por el gobierno mexicano en marcos alemanes colocado fuera de Alemania Federal y cotizado en bolsa en Luxemburgo.

## **Características de la euro-obligación**

### ***Un mercado que representa un circuito largo de financiamiento***

"Se entiende por mercado euro-obligatorio el circuito largo del euromercado en oposición al circuito corto que concierne al mercado de eurodivisas propiamente dicho... El mercado euro-obligatorio es, esencialmente, un mercado

<sup>42</sup> *Le Marché des Emissions Internationales*, Brachure éditée par l'OCDE, 1972.

<sup>43</sup> World Financial Markets. *Morgan Guaranty Trust*.

<sup>44</sup> Citado por André Jacquemont (ver cita 52).

de capitales a largo plazo, cuyo vencimiento promedio varía principalmente entre seis y diez años".<sup>45</sup>

### *Un mercado flexible pero con acceso muy restringido*

Como se ha señalado con anterioridad, el mercado euro-obligatorio se ha desarrollado en reacción contra ciertas reglamentaciones nacionales aplicables a los valores mobiliarios. Así, este circuito financiero se ha beneficiado de una gran concurrencia debido a que carece de reglamentaciones centralizadas u oficiales. "El emisor de euro-obligaciones no se encuentra sujeto a formalidades complicadas tales como el estricto apego a un calendario de emisión, registro oficial o requerimientos que condicionan la admisión".<sup>46</sup> Asimismo, una de las grandes ventajas del mercado de referencia es su flexibilidad en materia de imposición. "Las euro-obligaciones no son objeto de imposición fiscal. El portador recibe integralmente el producto de su cupón".<sup>47</sup>

Si se compara el marco jurídico de las euro-obligaciones con el de las obligaciones extranjeras, se constata que el mercado euro-obligatorio es mucho más flexible, si bien el acceso a este mercado es muy restringido, a tal punto que se considera el mercado financiero por excelencia de emisores de primera línea. A este respecto y siguiendo a Michalet, podríamos decir que el mercado euro-obligatorio se encuentra reservado para los prestatarios de los países desarrollados o bien a las empresas transnacionales.<sup>48</sup>

### *Un mercado que presenta una relativa diversidad monetaria*

Es necesario tener en consideración que las euro-obligaciones se dirigen a una clientela internacional de inversionistas, por lo que la divisa en que se libera la euro-obligación es un factor muy importante para su venta. "Si la divisa determinada para la emisión de una euro-obligación fuera débil o desconocida, los inversionistas no la comprarían por desconfianza en el valor futuro de tal divisa".

Por lo anterior, las euro-obligaciones son liberadas en monedas fuertes y convertibles como el dólar norteamericano y el marco alemán. A diferencia de los eurocréditos, donde la divisa de emisión es generalmente el eurodólar, una parte muy importante del mercado euro-obligatorio se libera en marcos alemanes y en otras monedas diferentes al dólar. Aún más, recientemente se ha revelado una tendencia por liberar emisiones en monedas que no son habitualmente consideradas como monedas internacionales, es así que en este mercado se han visto desfilar euro-obligaciones en francos de Luxemburgo, dólares australianos y en dinares de Kuwait.

<sup>45</sup> Bekerman, Gérard. "Le Marché Euro-obligatoire", en *Revue Banque* No. 362, mayo 1977. Pág. 540.

<sup>46</sup> *Ibid.* Pág. 544.

<sup>47</sup> *Ibid.*

<sup>48</sup> Michalet, Charles-Albert. *Op Cit.* Pág. 17.

Una aparición más interesante se revela en el desarrollo de fórmulas monetarias, las cuales han tenido por objeto hacer intervenir, en una misma operación de préstamo, diversas monedas nacionales. De esta manera, se han creado y utilizado monedas de cuenta que integran diversas monedas; así, por ejemplo, se han realizado diversas emisiones sobre la base de la unidad de cuenta europea y la unidad monetaria europea. No obstante que algunas emisiones se han realizado bajo la fórmula de dichas unidades monetarias, su utilización no parece haberse generalizado.

### ***Un mercado con una estructura compleja de la tasa de interés***

La tasa de interés en el mercado de euro-obligaciones se encuentra determinada por diversas variables que representan un conjunto de interrelaciones entre el mercado internacional de capitales, el mercado de cambios y los mercados domésticos (donde se generan las obligaciones extranjeras).

Paul Einzing menciona los siguientes factores capaces de afectar la tasa de interés de las euro-obligaciones:<sup>49</sup> La cantidad de euro-obligaciones que son emitidas, el grado de popularidad de este tipo de inversión en los inversionistas, el nivel de la tasa de interés a largo plazo en los mercados financieros locales de los principales países en donde se emiten obligaciones extranjeras, el grado de liquidez de los mercados de capitales en donde las obligaciones son emitidas o colocadas, las tasas de interés de los depósitos en el mercado de eurodivisas y las perspectivas futuras de dichas tasas, la perspectiva que tengan los inversionistas sobre la divisa de su propio país, los riesgos de cambio, el interés del inversionista sobre la tasa de interés y el rendimiento general de la euro-obligación, y el nivel y tendencia de los precios de las obligaciones extranjeras en Wall Street y en otros centros de cambio.

### ***Un mercado con gran diversidad de fórmulas de emisión***

Las fórmulas de emisión utilizadas por los prestatarios en el mercado de euro-obligaciones es extremadamente variada. Las emisiones presentan una originalidad cada vez más marcada en relación a las fórmulas tradicionales utilizadas en los mercados nacionales. Entre las fórmulas de emisión más frecuentes pueden distinguirse a las euro-obligaciones ordinarias y a las notas. Las características generales de estas fórmulas son las siguientes:

La euro-obligación clásica (the straight bond), al finalizar la década de los 60's y principios de los 70's, se constituyó en la fórmula de emisión más importante del mercado. Esta emisión comporta un periodo largo (más de diez años), tasa de interés fija y un reembolso efectuado a la par. Dependiendo de la calidad y prestigio del emisor, una euro-obligación de

<sup>49</sup> Citado por Yoon S. Park en *The Eurobond Market. Function and Structure*. Chapter 5.

este tipo puede coleccionar fácilmente 20 millones de dólares e ir hasta 70 millones.

Las notas son formas simplificadas de la obligación ordinaria, su periodo de duración es generalmente de 5 años. Cabe subrayar que las notas a tasa variable se han convertido hoy en día en el principal instrumento de emisión del mercado euro-obligatorio. Su rápido crecimiento después de 1975 parece poder explicarse por la incertidumbre de la tasa de interés y porque este tipo de emisión ofrece una garantía contra el riesgo de depreciación del rendimiento del capital como consecuencia de la erosión monetaria. Las notas presentan todas las características de una euro-obligación clásica, a excepción del cupón (tasa de interés) que no es fijo; cada 6 meses, generalmente, el cupón es ajustado sobre la tasa de eurodólar a 6 meses, en caso de que la divisa de emisión haya sido el eurodólar. Como puede observarse, esta fórmula es una hibridación entre los créditos sindicados del mercado de eurocréditos y las euro-obligaciones ordinarias.

## **2. El Procedimiento de Emisión de los Empréstitos Euro-obligatorios**

El demandante de crédito no puede acceder directamente al circuito financiero de euro-obligaciones; para lanzar una emisión de esta naturaleza requiere del concurso de la comunidad financiera internacional. El procedimiento de emisión es complejo y parecido en ciertos aspectos al del lanzamiento de un eurocrédito.

### **Las fases del procedimiento de emisión**

André Jacquemont reconoce 4 etapas o fases al respecto:<sup>50</sup> La fase de negociaciones preliminares entre el prestatario y una institución financiera, la fase de precolocación, la fase de colocación en los bancos y la fase pública de colocación.

En la primera fase, una vez que el demandante de crédito ha decidido recurrir al mercado euro-obligatorio deberá escoger al banco que dirigirá la operación. Al igual que para los eurocréditos, el prestatario podrá seleccionar a la institución bancaria en función de criterios comerciales, de localización geográfica o por razones de la divisa en que se desea realizar el crédito, ya que, por ejemplo, las euro-obligaciones emitidas en marcos alemanes deben estar encabezadas invariablemente por un banco alemán.\*

<sup>50</sup> Jacquemont, André. *L'émission des Emprunts Euro-obligatoires, Pouvoir Bancaire et Souverainetés Etatiques*. París.

\* Las autoridades monetarias de los principales países europeos han intentado recuperar el control que gradualmente han ido perdiendo sobre sus monedas en los mercados de eurocapitales. En este sentido, las autoridades alemanas no autorizan la emisión de euro-obligaciones en marcos, sino a condición que una banca alemana forme parte de la dirección del sindicato.



Después de que el solicitante de crédito ha seleccionado al banco-manager, comienzan las verdaderas negociaciones para el montaje del crédito, tres grandes temas son discutidos en este momento: la selección de la fórmula de emisión y la unidad monetaria de la emisión, la selección de los *comanagers* y la determinación de las condiciones probables del empréstito.

De los tres grandes temas señalados con anterioridad, es evidente que el último es el que guarda una importancia considerable. Sobre este punto es conveniente apuntar el rol predominante que juega el banco-manager en el desarrollo de la operación, ya que éste aprecia tanto la situación financiera del emisor como la situación del mercado y en función de éstas apreciaciones establece un protocolo de acuerdo que dará origen a un contrato definitivo.

Durante la segunda fase, el banco-manager que acepta dirigir una emisión, antes de firmar el contrato definitivo, constituyè un sindicato bancario que tiene por objetivo garantizar la colocación de los títulos. Para tales efectos establece, con ayuda de los *comanagers*, una lista de instituciones financieras y bancarias de diferentes nacionalidades, a fin de que se comprometan a repartir el riesgo posible de una no colocación de los títulos, adjudicándose, si el caso así lo requiere, una parte de los títulos no colocados. De esta manera, puede decirse que el empréstito se encuentra colocado antes de ser emitido.

Esta fase de prelanzamiento le permite al banco-manager conocer las reacciones del mercado sobre la posible emisión y para decidir si continúa el montaje de la misma o bien suspenderla definitivamente o temporalmente o bien efectuar un replanteamiento de las condiciones financieras de la emisión.

Por otro lado, en la tercera fase la colocación de una euroemisión no debe confundirse con lo que tradicionalmente se conoce como colocación de un empréstito obligatorio clásico. En efecto, en estas últimas operaciones se considera que la colocación tiene lugar en el transcurso del periodo que comprende el día de la oferta al público y el día de la clausura de las suscripciones. En el contexto de las euro-obligaciones, la colocación se refiere a la confirmación de los compromisos adoptados por el sindicato bancario en la fase de precolocación. Así, esta fase es una etapa de preparación interna en el medio bancario antes de ser colocada definitivamente entre los inversionistas.

Por último, la cuarta fase consiste en la colocación pública del empréstito, lo que permitirá a los bancos del sindicato reunir los capitales necesarios para el emisor. "A fin de permitir y facilitar la repartición de títulos en el público, los dirigentes de la emisión les dirigen ejemplares del prospecto definitivo, información sobre el emisor y sobre las condiciones del empréstito..."<sup>51</sup> El día de la clausura de este periodo indica de hecho la fecha de exigibilidad del contravalor de los títulos atribuidos para su lanzamiento, es decir, los bancos deberán, cualquiera que sea el monto de los títulos colocados, otorgar al emisor la integridad del producto del empréstito.

51 Jacquemont, André. *Op. Cit.*

## Naturaleza de la emisión

El mercado de euro-obligaciones, al igual que el de los eurocréditos, presenta características bien particulares y novedosas en relación a los llamados empréstitos tradicionales o clásicos. "En primer lugar, la emisión no tiene localización espacial específica, dirigiéndose a todos los suscriptores potenciales del mundo entero, a excepción generalmente de los residentes del país del prestatario. Los bancos que intervienen, salvo uno o dos *managers*, no tienen nexos con el país del prestatario. Dichas instituciones son seleccionadas en razón de un criterio profesional o de un criterio geográfico. La moneda del préstamo no es la moneda del emisor ni la moneda de la plaza de la emisión, sino una moneda de reserva internacional, frecuentemente en dólares o secundariamente en marcos alemanes o bien otra moneda o una moneda de cuenta abstracta, no estatal, como la unidad de cuenta de la antigua Unión Europea de Pagos (UC), la Unidad de Cuenta Europea (ECU) o, últimamente, los Derechos Especiales de Giro (DTS). La plaza de emisión sólo juega un papel formal de centralización de la publicidad. Esta sólo constituye un lugar de administración del préstamo".<sup>52</sup>

### Los contratos de emisión

Una euroemisión se caracteriza por la complejidad del mecanismo jurídico sobre el cual ella descansa. Una operación euro-obligatoria involucra no sólo a los suscriptores y a los obligatorios, sino a un conjunto de intermediarios que intervienen en la operación a títulos diversos. El lanzamiento de un crédito de esta naturaleza se fundamenta en un cierto número de contratos entre, de una parte, el emisor y las instituciones financieras y, de otra parte, entre las instituciones financieras únicamente.

En una operación euro-obligatoria es posible distinguir, independientemente del contrato que liga al emisor con los inversionistas, tres tipos de contratos, a saber:

- a. Un contrato concluido entre el emisor y un grupo de bancos que garantizan al emisor la colecta y disposición del monto total del empréstito al finalizar la fase de oferta pública. Este contrato es el que soporta toda la operación y en el medio financiero es conocido como "underwriting agreement".
- b. Un segundo contrato entre bancos por el cual se reparten los riesgos de la emisión. Este contrato es calificado como "agreement among underwriters".
- c. Un contrato por el cual se asegura la colocación en los bancos, colocación que podría denominarse de naturaleza privada (tercera fase de la emisión), este contrato se denomina "selling agreement".

<sup>52</sup> Prefacio de Philippe Khan al libro Jacquemont, André. *L'emission des Emprunts Euro-obligatoires. Pouvoir Bancaire et Souveranités*. Libraires Techniques, París, 1976.

Como podemos observar, sobre el plano jurídico una euro-obligación "...se realiza a través de una cadena de contratos concluidos sucesiva o simultáneamente... Existe el contrato de empréstito que unirá a la entidad emisora con los proveedores de fondos, inversionistas institucionales o particulares; asimismo, también existe el contrato concluido entre los bancos que se agrupan alrededor del banco-manager para constituir un sindicato de garantía de la colocación y, por último, existe el contrato concluido entre los bancos que van a colocar los títulos entre el público".<sup>53</sup>

Los aspectos señalados en las fases del procedimiento de emisión y en los contratos que las soportan permiten observar que las euro-obligaciones (lo mismo que los eurocréditos) descansan en una tecnología financiera extremadamente compleja, que tiene como centro de gravedad el comportamiento de la comunidad financiera internacional que actúa sobre la base de criterios de disciplina y cohesión. Sobre este particular, conviene hacer notar algunas de las conclusiones desarrolladas por Jacquemont en su excelente estudio sobre las euro-obligaciones y que, con las particularidades del caso, pueden extenderse a la realidad de los eurocréditos.

1. La operación en toda su complejidad descansa esencialmente en un banco-manager (banco jefe de fila), maestro del juego e introductor del emisor en el medio bancario internacional. En este sentido, conviene destacar que el comportamiento del banco-manager condiciona largamente el éxito de la emisión: En un mercado en donde los inversionistas no siempre disponen de elementos de apreciación sobre la situación del emisor, las decisiones de inversión se realizan en parte como resultado de la confianza que el banco-manager deposita sobre el emisor.
2. El éxito de la emisión es atribuible, además del rol jugado por el banco-manager, a la estrecha cooperación que se establece entre los diferentes bancos. Gracias a los medios de comunicación instantáneos y a la disponibilidad de capitales libres de toda reglamentación estatal, el medio bancario internacional ha desarrollado diversos instrumentos de financiamiento que permiten coleccionar y movilizar en todo el mundo volúmenes impresionantes de capital.

<sup>53</sup> *Ibid.*

## **II. EL COMPORTAMIENTO DEL PRESTATARIO PUBLICO MEXICANO EN EL MERCADO DE EURO-OBLIGACIONES**

### **1. El Acceso y el Volumen Colectado por el Prestatario Mexicano**

#### **Identificación del prestatario**

Al igual que con los eurocréditos, la muestra de trabajo permite reconocer una gran diversidad de prestatarios que incursionaron en este circuito financiero, como lo demuestra el cuadro 24.

Esta diversidad pone de manifiesto el rango privilegiado que se asignó al prestatario mexicano en el circuito euro-obligatorio, dada la dificultad de acceso a dicho mercado. No obstante, conviene señalar que únicamente tres prestatarios mantuvieron una actividad permanente, esta tendencia puede constatarse si se describe la evolución del número de operaciones realizadas, como se puede observar en el cuadro 25.

Este cuadro 25 evidencia el rol predominante de Pemex, Nafinsa y el gobierno federal en la emisión de euro-obligaciones.

La relevancia de estas entidades se ve confirmada si atendemos no al número de operaciones, sino al monto colectado.

#### **Volumen colectado**

El cuadro 26 muestra claramente el papel predominante que desempeñó el grupo de los tres prestatarios indicados. En su conjunto, esas entidades colectaron el 71.5 por ciento del monto total de las operaciones contenidas en la muestra de trabajo.

CUADRO 24

**PRESTATARIOS PUBLICOS MEXICANOS QUE PARTICIPARON  
EN EL MERCADO DE EURO-OBLIGACIONES**

<i>Prestatario público</i>	<i>Naturaleza jurídica</i>	<i>No. de op. realizadas</i>	<i>o/o del total de la muestra</i>
Pemex	Organismo Público Descentralizado	10	27.02
Nafinsa	Sociedad Nacional de Crédito	9	24.32
Gobierno Federal		7	18.91
Banobras	Sociedad Nacional de Crédito	4	10.81
Finasa	Sociedad Nacional de Crédito	1	2.70
Telmex	Empresa de Participación Estatad Mayoritaria	1	2.70
Banco de Comercio Exterior	Sociedad Nacional de Crédito	1	2.70
AHMSA	Empresa de Participación Estatad Mayoritaria	1	2.70
Banrural	Sociedad Nacional de Crédito	1	2.70
Comisión Federal de Electricidad	Organismo Público Descentralizado	2	5.40
		37	100

CUADRO 25

**EVOLUCION DE LAS OPERACIONES EFECTUADAS POR EL PPM  
EN EL MERCADO DE EURO-OBLIGACIONES**

<i>Prestatario</i>	<i>Año 1975</i>	<i>1976</i>	<i>1977</i>	<i>1978</i>	<i>1979</i>	<i>1980</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>Total</i>
Pemex	2	1	3	—	—	1	2	1	10
Nafinsa	—	4	2	—	1	—	1	1	9
Gobierno Federal	1	2	1	—	—	1	1	1	7
Banobras	—	2	1	1	—	—	—	—	4
CFE	—	—	—	2	—	—	—	—	2
Finasa	—	—	1	—	—	—	—	—	1
Telmex	—	—	1	—	—	—	—	—	1
Banco de Comercio Exterior	—	—	—	—	—	—	1	—	1
AHMSA	—	—	—	—	—	—	—	1	1
Banrural	—	—	—	1	—	—	—	—	1
	3	9	9	4	1	2	5	4	37

CUADRO 26

**MONTO COLECTADO POR EL PPM A TRAVES DE LA EMISION  
DE EURO-OBLIGACIONES  
(Millones de Dólares)**

<i>Prestatario público</i>	<i>Volumen colectado</i>	<i>o/o del total de la muestra</i>
Pemex	595.5	31.15
Gobierno Federal	375.7	16.65
Nafinsa	453.7	23.73
Banobras	144.5	7.55
CFE	82.0	4.29
Finasa	25.0	1.30
Telmex	50.0	2.61
Banco de Comercio Exterior	50.0	2.61
AHMSA	100.0	5.23
Banrural	35.0	1.83
	1911.4	100

Una clasificación del cuadro anterior por especialización del prestatario permite reconocer que los organismos adscritos al sector energía desempeñaron un papel de primer orden en la colecta, como lo demuestra el cuadro siguiente.

CUADRO 27

**VOLUMEN COLECTADO POR EL PPM. REPARTICION  
POR ESPECIALIZACION  
(Millones de Dólares)**

<i>Sector</i>	<i>Volumen colectado</i>	<i>o/o del total de la muestra</i>
ENERGIA	677.5	35.44
—Petroquímica	595.5	31.15
—Electricidad	82.0	4.29
Gobierno Federal	375.7	19.75
Instituciones Financieras	708.2	37.05
Otros	150.0	7.84
	1911.4	100

Al igual que en los eurocréditos, la distribución del volumen colectado, atendiendo al sector de actividades del prestatario público mexicano, deja constancia de que el sector petroquímico es el que acaparó la colecta en el mercado de euro-obligaciones. De la misma manera, también el sector financiero se constituyó como importante concentrador de fondos.

## 2. Naturaleza de las Operaciones Realizadas

### Una relativa diversidad en las monedas de emisión y en las plazas financieras de lanzamiento

Si se atiende al criterio de la moneda utilizada en la emisión, la descripción de las operaciones contenidas en la muestra marca un absoluto dominio de los créditos realizados en dólares americanos y en marcos alemanes, como lo demuestra el cuadro 28.

CUADRO 28

#### OPERACIONES REALIZADAS EN EL MERCADO DE EURO-OBLIGACIONES (Repartición por Moneda de Emisión)

<i>Monedas</i>	<i>Número de operaciones</i>	<i>o/o del total de la muestra</i>
Dólares norteamericanos	13	35.13
Marcos alemanes	14	37.83
Dinares de Kuwait	7	18.91
Dinares de Bahrain	2	5.40
Francos franceses	1	2.70
	37	100

Asimismo, resulta interesante señalar la relativa importancia que tuvieron las monedas de algunos países del Medio Oriente. A este respecto, conviene destacar que las euro-obligaciones liberadas en monedas árabes en favor de prestatarios de países en vías de desarrollo, han marcado uno de los puntos importantes de la evolución reciente del mercado financiero internacional.

La integración de estos mercados de capitales en las plazas financieras del Medio Oriente presentó para el prestatario mexicano la posibilidad de diversificar sus fuentes de recursos y de abaratar el costo de los empréstitos, puesto que las condiciones de las obligaciones emitidas en dichas monedas eran más favorables que en las obtenidas para las emisiones en dólares o marcos alemanes. A continuación se describen algunas operaciones realizadas en los nuevos mercados financieros del Medio Oriente por el prestatario mexicano.

CUADRO 29

**OPERACIONES REALIZADAS POR EL PPM EN LOS MERCADOS  
FINANCIEROS DEL MEDIO ORIENTE  
(Millones de la Unidad Señalada)**

<i>Fecha</i>	<i>Prestatario</i>	<i>Plaza financiera*</i>	<i>Monto</i>	<i>Años</i>	<i>Cupón (rendimiento)</i>	<i>Precio original de emisión</i>
1975	Pemex	Kuwait	D.K.	7 10	8 3/8	100
1976	Banobras	Kuwait	D.K.	7 10	8 1/2	99 3/4
1976	Nafinsa	Kuwait	D.K.	6 7	8 3/4	100
1977	Pemex	Kuwait	D.K.	7 10	8 1/2	100
1978	Banobras	Kuwait	D.K.	7 12	8 1/4	100
1978	Banrural	Kuwait	D.K.	10 12	8 1/4	100
1977	Nafinsa	Bahrain	D.B.	6 5	8 3/4	100
1977	Pemex	Bahrain	D.B.	15 10	8 3/4	100

Fuente: Para Kuwait, *Kuwait International Investment Company, S.A.K.*  
Para Bahrain, *Association of International Bond Dealers. (AIBD).*

\* Para las emisiones y obligaciones en dinares de Kuwait, el banco-jefe de fila es una institución financiera de Kuwait, quien, con un pequeño grupo de gestonarios, garantiza en general la totalidad de la emisión. Las obligaciones son colocadas por los gestonarios y un grupo de venta compuesto de instituciones árabes y de un pequeño número de bancos internacionales.

No obstante la participación de las monedas árabes señaladas, las monedas dominantes de las euroemisiones o también llamadas obligaciones internacionales, fueron, como ya lo hemos afirmado, el dólar americano y el marco alemán, como lo muestra el cuadro 30.

CUADRO 30

**PARTICIPACION DE LAS DIVERSAS MONEDAS EN EL MONTO  
COLECTADO A TRAVES DE EURO-OBLIGACIONES  
(Millones de Dólares)**

<i>Moneda</i>	<i>Monto colectado</i>	<i>o/o del total de la muestra</i>
Dólares norteamericanos	1030.0	53.88
Marcos alemanes	639.6	53.88
Franco franceses	31.25	1.63
Dinares de Kuwait	157.5	8.24
Dinares de Bahrain	53.08	2.77
	1911.43	100



## Diversidad de los instrumentos de colecta y condiciones de los empréstitos

En lo que concierne a los instrumentos de colecta, la muestra de trabajo permite distinguir que los medios utilizados fueron los que se observan en el cuadro 31.

CUADRO 31  
INSTRUMENTOS DE COLECTA UTILIZADOS POR EL PPM

<i>Instrumento</i>	<i>Monto colectado</i>	<i>... o/o del total de la muestra</i>
Obligación clásica	1311.4	68.58
Notas	75.0	3.92
Obligación a tasa de interés flotante	525.0	27.46
	1911.4	100

De los instrumentos utilizados por el prestatario, las obligaciones clásicas se destacaron por su importancia respecto del total del monto colectado, si bien merece especial atención la fuerte expansión de las emisiones de títulos de empréstitos a tasa variable, sobre todo después de 1980, como se observa en el cuadro siguiente.

CUADRO 32  
EMISION DE OBLIGACIONES A TASA DE INTERES VARIABLE  
(Millones de Dólares)

<i>Fecha</i>	<i>Prestatario</i>	<i>Monto</i>	<i>Años</i>	<i>Cupón</i>	<i>Precio original de la emisión</i>
Junio, 1981	Pemex	125	9	1/4	98 1/4
Noviembre, 1981	Banco de Comercio Exterior	50	7	1/4	100
Diciembre, 1981	Nafinsa	150	9	1/4	100
Enero, 1982	AHMSA	100	5	1/4	100

Conviene destacar que la mayoría de las emisiones a tasa flotante se realizaron en dólares americanos, ya que la emisión en otras eurodivisas, específicamente el marco alemán, no contemplaban el procedimiento de la tasa variable debido a la oposición de las autoridades nacionales.

### ***Condiciones de los empréstitos***

El análisis de las operaciones contenidas en la muestra permite reconocer que en las euro-obligaciones, al igual que en los eurocréditos, se operó un proceso gradual de deterioro en las condiciones del crédito. Así, refiriéndonos a las operaciones concertadas en dólares, es posible observar dicha tendencia a tal punto que en el mes de diciembre de 1981 y en febrero de 1982, Pemex y el gobierno federal, respectivamente, contrataron empréstitos a 17.50 puntos para obligaciones emitidas en dólares a tasa fija, lo cual se considera un porcentaje elevadísimo.