

# APENDICE

## NUEVOS INSTRUMENTOS DE FINANCIACION INTERNACIONAL

Angel BERGES LOBERA  
Emilio ONTIVEROS BAEZA  
Francisco José VALERO LOPEZ

### I. INNOVACIONES EN EUROBONOS

Las principales innovaciones en los mercados de eurobonos han girado alrededor de un mayor control del coste de los mismos en un entorno en el que la volatilidad de los tipos de interés se ha incrementado sustancialmente. En este sentido, podemos señalar, además de la presencia del tipo de interés variable en las *FRN (Floating Rate Notes)*:

- *Caps*: Fijación de un límite superior al tipo de interés.
- *Floors*: Fijación de un límite inferior al tipo de interés.
- *Collar*: Fijación de límites inferior y superior al tipo de interés.

En estos casos, la innovación puede incorporar no sólo el mero establecimiento de límites al cupón, sino también el que estos límites se asocien a instrumentos negociables por sí mismos (opciones) de forma independiente de los títulos de deuda que los han originado.

En esta misma dirección podemos señalar los *bonos cupón cero*, cuyo coste viene de la diferencia entre su valor nominal a reintegrar en la fecha de su amortización y el importe recibido por su emisión, conceptos ambos que son conocidos en el momento de realizarse la misma.

Igualmente, los *bonos convertibles* y los *bonos con*

*warrant* (certificados de opción), en la medida que incorporan la posibilidad de que el inversor pueda obtener una rentabilidad adicional por el ejercicio de la conversión o del *warrant*, presentan un cupón menor que el que de otra forma tendría que satisfacer el emisor.

Los *bonos parcialmente desembolsados (part-paid)* dan a su emisor la opción de solicitar el desembolso total de los mismos cuando preciese de los fondos.

Las *emisiones no casadas (mismatch)* son aquellas en que el nivel del cupón se revisa con una frecuencia diferente a la de su pago.

Las *emisiones multdivisa* están denominadas en una moneda a efectos del cupón y en otra u otras distintas a efectos de la devolución del principal.

Otro tipo de innovaciones se refieren a la *diversificación de monedas de denominación* de las emisiones primarias. En este sentido, cabe destacar una mayor presencia de inversores japoneses en los mercados internacionales de bonos, dando lugar a las siguientes denominaciones especiales de bonos:

- *Shogun*: Bonos denominados en moneda extranjera, emitidos públicamente en Japón por no residentes.
- *Samurai*: Bonos denominados en yens, emitidos públicamente en Japón por no residentes.
- *Sushi*: Bonos denominados en moneda extranjera, ofrecidos por entidades japonesas y dirigidos exclusivamente por firmas financieras japonesas.

CUADRO NUM. 1  
BONOS

	1983	1984	1985	1986
Bonos simples .....	49,4 (32,1)	58,4 (29,6)	92,7 (33,0)	147,2 (39,1)
FRN .....	19,5 (12,7)	38,2 (19,4)	58,4 (20,8)	50,7 (13,5)
Convertibles/con <i>warrant</i> .....	8,0 ( 5,2)	10,9 ( 5,5)	11,5 ( 4,1)	22,3 ( 5,9)
Cupón cero .....	0,1 ( 0,1)	1,7 ( 0,9)	2,0 ( 0,7)	2,9 ( 0,8)
Otros .....	0,1 ( 0,1)	2,3 ( 1,2)	3,1 ( 1,1)	3,3 ( 0,9)
	77,1 (50,1)	111,5 (56,5)	167,7 (59,8)	226,4 (60,2)

Fuente: OCDE.

- *Geisha*: Bonos denominados en moneda extranjera, colocados previamente en Japón por no residentes.

El cuadro núm. 1 recoge el total de *ofertas externas de bonos* en los últimos años, en miles de millones de dólares, y, entre paréntesis, al porcentaje de participación relativa en el conjunto de los mercados financieros internacionales.

El porcentaje creciente de participación de los bonos es una manifestación de los procesos de *securitization* o *titularización* de los instrumentos financieros, ya que se ha visto acompañado de una reducción de la participación de los *préstamos bancarios tradicionales* en el mismo período señalado.

## II. EURONOTAS

Por *euronotas* se entienden todos aquellos programas de financiación cuyo principal método de captación de fondos es la emisión sucesiva de títulos a corto plazo (pagarés o certificados de depósito), amparada en un compromiso de suscripción a medio plazo (generalmente cinco a siete años) por un grupo de entidades financieras. En la terminología de los mercados financieros internacionales, estos programas se han denominado también mediante los acrónimos *NIF (Note Issuance Facility)* y *RUF (Revolving Underwriting Facility)*.

Las euronotas nacen en diciembre de 1978 con una emisión para una compañía neozelandesa, pero no es hasta los años 1984 y 1985 cuando se utilizan de una forma significativa. Su origen responde, en parte, a los fracasos en implantar en los euromercados el *papel comercial*, ya existente en Estados Unidos, intentos que se remontan a los años sesenta. En la actualidad, una vez que se ha conseguido dicha implantación, las euronotas han perdido importancia en favor del papel eurocomercial, como lo muestran los datos de la OCDE, en miles de millones de dólares, que presenta el cuadro núm. 2.

Otra fuente del desarrollo de las euronotas es la pérdida de calidad crediticia de muchos bancos internacionales, fruto a su vez de la crisis de la deuda

externa de diversos países, lo que motivó que muchos inversores desearan adquirir papel emitido por gobiernos y grandes compañías con mejor calificación, lo cual, a su vez, permitía que estos emisores captasen los fondos requeridos con mejores condiciones.

Las euronotas adoptan la forma de pagarés al portador (emisores no bancarios) o certificados de depósito (prestatarios bancarios), con denominaciones amplias (generalmente 500.000 y 1.000.000 dólares) y vencimientos a corto plazo (frecuentemente tres y seis meses). La moneda de denominación es el dólar estadounidenses y, en bastante menor medida, el ECU.

Las euronotas suponen una separación entre la toma del riesgo prestatario (bancos) y la provisión de los fondos (inversores), y en este sentido, representan tanto una *titularización* de las líneas de crédito o préstamos, como una forma de *desintermediación bancaria*, dado que los fondos son suministrados primariamente por los inversores y sólo subsidiariamente por los bancos.

Las euronotas han originado distintas *estructuras de distribución*:

- *Agencia de colocación múltiple*: los títulos se asignan automáticamente en una base *pro rata* a los aseguradores (*underwriters*) de la emisión, para su retención por los mismos o para su venta a los inversores.
- *Agencia de colocación única*: un único banco de inversión se dedica a distribuir los títulos, consiguiendo así un mayor control y mejor coherencia en el proceso.
- *Licitación (tender panel)*: los agentes de colocación pujan por la asignación de un tramo de títulos, recibiendo éstos aquéllos que ofrezcan las mejores condiciones.
- *Licitación continua*: para cada tramo de la operación el banco director del panel forma un grupo de licitación, que actuará en sesión ininterrumpida hasta que el tramo haya sido suscrito en base a un precio de referencia (*strike offered yield*, o *SOY*) que acuerda dicho banco con el emisor.

El *coste de las euronotas* consta, básicamente, del interés pagado por las mismas y de las comisiones del programa. En lo que se refiere al primero, los mejores prestatarios han sido capaces de obtener tipos inferiores al LIBID (London Interbank Bid Rate), mientras que otros pagan tasas por encima del LIBOR (London Interbank Offered Rate), pero con diferenciales (*spreads*) inferiores a los de los créditos sindicados. Las *comisiones* son de dos tipos: la de *suscripción* (periódica), que se paga por el importe nominal del programa NIF, aunque éste no se utilice efectivamente, y la de *dirección* que se paga de una sola vez, a la firma del programa, al banco organizador de éste.

El concepto clásico de las euronotas se ha visto ampliado con dos innovaciones que extienden su contenido en títulos:

CUADRO NUM. 2  
EURONOTAS

	1983	1984	1985	1986
NIF .....	3,5	17,4	36,3	21,4
Otras facilidades back-up(*) .....	6,0	11,4	10,5	5,6
Porcentaje de participación mercados financieros internacionales .....	6,2	14,6	16,7	7,2

(\*) Aceptaciones bancarias, *back-up* de papel comercial y otros instrumentos.

- *Facilidad múltiple (MOF, o Multi-Option Facility)*, en la cual el compromiso de los bancos es el de respaldar no sólo la emisión de euronotas, sino también otros instrumentos a corto plazo, de diferentes monedas y mercados: aceptaciones bancarias, anticipos a corto plazo, etcétera.
- *Facilidad global, Global Note Facility*, también denominada *BONUS (Borrowers Option for Notes and Underwritten Standby)*, en la cual el compromiso bancario respalda tanto la emisión de euronotas como de papel comercial en el mercado norteamericano.

### III. PAPEL COMERCIAL Y NOTAS A MEDIO PLAZO

El *papel comercial* es un instrumento a corto plazo en forma de pagarés con un vencimiento fijo, típicamente entre siete días y tres meses, emitidos al portador y al descuento. Su historia comienza en Estados Unidos a principios del siglo pasado como un medio de que las empresas industriales y comerciales pudieran obtener fondos fuera de su estado, desarrollándose a partir de los años veinte, al ser utilizado por las compañías de financiación al consumo. Hoy por hoy, el mercado norteamericano de papel comercial es, con notable diferencia, el mayor del mundo con un total vivo de unos 326.000 millones de dólares al término de 1986, de los cuales un 11,3 por 100 corresponden a prestatarios extranjeros.

En los mercados internacionales el *papel eurocomercial* ha hecho acto de presencia como una facilidad sin garantía o respaldo crediticio, en claro contraste con las euronotas. Aunque existen antecedentes más lejanos, esta presencia no se hace efectiva hasta los años 1985 y 1986, como muestran las cifras de la OCDE, en miles de millones de dólares, que aparecen el cuadro núm. 3.

CUADRO NUM. 3  
PAPEL EUROCOMERCIAL

	1985	1986
Papel eurocomercial .....	11,2	55,6
Otras facilidades no garantizadas .....	10,6	8,0
	21,8	63,6
Porcentaje de participación mercados financieros internacionales .....	7,8	16,9

Estas estadísticas excluyen los programas con cantidades ilimitadas.

Como las euronotas, el papel eurocomercial está básicamente denominado en dólares, con menos de 1 por 100 en ECU.

El papel comercial se distribuye sobre la base de los mejores esfuerzos por uno o más agentes (*dealers*), aunque en el mercado norteamericano también existe la colocación directa por algunos grandes emisores entre los inversores. En la medida en que se

produce la sustitución, excepto tal vez como agente de colocación de la banca como proveedora de fondos para las empresas, el papel comercial supone un importante paso hacia la *desintermediación financiera*.

El papel comercial, que ya existía, además de en Estados Unidos, en Canadá (desde los primeros años cincuenta), se ha introducido recientemente en diversos mercados nacionales, entre ellos España, donde en los primeros años ochenta tomó forma en los denominados *pagarés de empresa*. Otros mercados nacionales son los de Austria, Hong Kong, Suiza, Singapur, Noruega, Francia, Holanda, Gran Bretaña, Finlandia, Italia y Nueva Zelanda. Su desarrollo responde al fenómeno de la desintermediación financiera, en busca de las mejores condiciones para el emisor.

Esta múltiple presencia del papel comercial en diversos mercados nacionales y en el euromercado, plantea la posible convergencia entre los mismos, y especialmente del euromercado con el mercado norteamericano, fenómeno que se conoce con el nombre de *globalización* del papel comercial. De hecho, algunos emisores pasan de un mercado a otro en función del que resulte más favorable en cada momento.

No obstante esta tendencia, existen significativas diferencias entre el euromercado y el mercado norteamericano de papel comercial:

- En el euromercado, los vencimientos habituales corresponden a tres y seis meses, frente a los veinticinco y cuarenta y cinco días del mercado norteamericano.
- En el euromercado no existe una calificación crediticia (*rating*) reconocida, la cual es imprescindible en el mercado norteamericano.
- En el mercado norteamericano cinco grandes bancos de inversión controlan el 90 por 100 del mercado de colocación por agentes, mientras que en el euromercado —de un volumen mucho menor— éstos están más dispersos, con unos cuarenta bancos para análogo porcentaje del mercado.
- Hay un mayor énfasis en la liquidez y negociabilidad del papel en el euromercado que en Estados Unidos, con sólo un 50 por 100 de los títulos manteniéndose en menos de sus primeros compradores hasta el vencimiento en el euromercado, frente al 95 por 100 en el caso norteamericano.

En la misma filosofía que el papel comercial, pero con un horizonte temporal más dilatado, se dirigen las *notas a medio plazo (Medium Term Notes)*, que son programas de financiación que permiten la emisión de notas en una base continua, generalmente con un rango de vencimientos disponibles (usualmente entre nueve meses y diez años), entre los cuales el inversor elige el que cree más conveniente. Estos programas nacieron en Estados Unidos en los primeros años setenta por la actividad de las compañías financiadoras de la adquisición de automóviles, habiéndose extendido recientemente su uso a otras em-

presas industriales. En 1986 el mercado norteamericano de estas notas captó en torno a los 50.000 millones de dólares.

En 1986, estas notas se introdujeron en los euromercados, y desde entonces hasta el 30 de junio de 1987, los diez agentes más activos han captado un total de 38.000 millones de dólares en 83 programas. A destacar que el primer riesgo soberano que ha acudido a este mercado es precisamente el Reino de España, en septiembre de 1987.

En términos de vencimientos, las euronotas a medio plazo rellenan la brecha entre la financiación a corto plazo (hasta un año) —por ejemplo, vía papel comercial— y el mercado de bonos a largo plazo. En el euromercado los vencimientos más usuales se sitúan en el espectro entre los dieciocho meses y los tres años. Sin embargo, este instrumento no es una mera extensión del papel eurocomercial ni un acortamiento del mercado de bonos, ya que tiene sus propias características, como son las de una estructura de costes muy favorable, dada la flexibilidad que ofrecen, y la no exigencia de un mínimo tamaño inicial que garantice su liquidez.

Precisamente, la preocupación por la liquidez de estas notas ha provocado la aparición de las innovaciones en su distribución:

- *Estructuras en serie*, que se emiten en tramos separados con cupones y vencimientos prefijados, con la posibilidad de emitir en cualquier día a un vencimiento específico.
- *Multi-Tranche Tap Notes (MTTN)*, que incorporan una emisión inicial mínima —en torno a los cincuenta millones de dólares—, que garantice la liquidez de las sucesivas pequeñas emisiones con idénticas características.

#### IV. SWAPS

Los *swaps*, o permuta financiera, constituyen una técnica según la cual dos partes acuerdan intercambiar dos corrientes de pagos de intereses. Si estas corrientes están denominadas en la misma moneda, pero con distintas bases de tipos de interés, la operación se califica como *swap de tipos de interés*. Si dichas corrientes están denominadas en divisas diferentes, con la misma base de intereses, el intercambio da lugar a un *swap de divisas*. Por último, si las monedas y las bases de intereses son distintas, la operación se denomina *swap cruzado* de tipos de interés.

Los *swaps* no se negocian en mercados organizados y, al representar *operaciones fuera de balance*, no existe por parte de las instituciones financieras que las negocian una obligación de informar regularmente sobre sus actividades en este campo. Sin embargo, las estimaciones existentes muestran un crecimiento muy significativo del volumen de *swaps* en los últimos años, especialmente en los de tipos de interés, que son los más utilizados. En el cuadro número 4 figuran las estimaciones del Banco de Inglaterra, en miles de millones de dólares.

CUADRO NUM. 4  
SWAPS

	Swap de tipos de interés (1)		Swaps de divisas (2)
	Usuarios finales	Interdealers	
1982 .....	3	ND	3
1983 .....	20	ND	6
1984 .....	80	ND	13
1985 .....	142	28	24
1986 .....	250	57	45

(1) Valor nominal vivo.

(2) Flujos.

Si bien los *swaps*, en principio, ayudan a cubrir los riesgos de tipos de interés y/o de tipo de cambio, tienen una finalidad más fundamental, cual es la de tratar de aprovechar las oportunidades de arbitraje entre los principales mercados financieros, de forma que no sólo se cubran los mencionados riesgos, sino que, además, se minimicen los costes de la financiación (o, en su caso, se maximice el rendimiento de la inversión, ya que los *swaps* pueden ser tanto de activos como de pasivos). En este sentido, los *swaps*, cuya utilización supone la existencia de desajustes en plazos y condiciones entre los mercados financieros, constituyen parte fundamental de lo que se ha denominado la *ingeniería financiera*, término que expresa el grado de sofisticación actual de la gestión financiera de las empresas ante los riesgos asumidos y las oportunidades existentes en los mercados.

En una típica operación *swap* de tipos de interés (*coupon swap*), una de las partes emite deuda a tipo de interés fijo al tiempo que la otra emite deuda a tipo de interés flotante, intercambiándose ambas partes sus obligaciones de pago de intereses. El *swap* de tipos de interés puede implicar también el intercambio de pagos de intereses derivados de instrumentos con un tipo flotante determinado por los correspondientes a otro tipo flotante diferente (*basis rate swaps*).

En los *swaps* de tipos de interés, el principal de la deuda es aplicable únicamente por el cálculo de los intereses que han de intercambiarse, no existiendo en ningún momento traslación física del mismo entre las partes.

Una variación de estos esquemas es el *swap cupón cero*, donde sólo se realiza un único pago por tipos de interés fijo al término de la operación.

Los *swaps* en divisas, si bien son menos utilizados que los anteriores, ofrecen, sin embargo posibilidades más amplias y flexibles. Estas operaciones se basan en que una empresa o institución explota su más amplio o más fácil acceso a una determinada moneda para ponerla a disposición de la otra parte a cambio de la moneda en la que la segunda parte dispone de ventaja comparativa.

En general, todo *swap* de divisas se articula básicamente en tres fases: intercambio inicial del principal, intercambio de los pagos por intereses y reintercam-

bio de las sumas del principal. El intercambio del principal puede ser físico o puramente notional.

El *swap de divisas simple (straight currency swap)* formaliza el intercambio de las monedas al tipo de cambio actual con un compromiso de deshacer la operación en un momento futuro al mismo tipo de cambio. La parte que recibe la moneda con mayor tipo de interés paga a la otra el diferencial según la paridad de intereses.

También se consideran como *swaps* los *contratos forward a largo plazo*, que, fuera del mercado interbancario de contratos a plazo, tienen lugar por la ausencia en este último de determinadas monedas o vencimientos.

Los *préstamos back to back* y los *préstamos paralelos* son las modalidades de las que derivan los actuales *swaps*. Los primeros son préstamos entre dos compañías en diferentes países, cada una de las cuales otorga a la otra un préstamo en su moneda respectiva. Los préstamos paralelos implican también a dos compañías en diferentes países, cada una con una subsidiaria en el otro país, de forma que cada empresa otorga un préstamo a la filial de la otra.

La negociación creciente de *swaps* ha originado la aparición de los *intermediarios* (bancos comerciales y de inversión) que vinculan a las partes mediante *swaps* realizados aislada, pero simultáneamente, con cada una de ellas. Estos intermediarios configuran el *mercado primario de swaps*, con sus propios segmentos a corto y largo plazo.

El inicio de algunas entidades financieras de doble cotización (precio comprador y vendedor) ha contribuido a la emergencia de un *mercado secundario de swaps* ya existentes, facilitando las posibilidades de compra o colocación de posiciones complementarias.

## V. FUTUROS FINANCIEROS

Un *contrato de futuros* obliga a las partes intervinientes en el mismo a comprar o vender ciertos bienes o títulos a un precio especificado en una fecha, o rango de fechas, del futuro estipulada de antemano.

El contrato de futuros se distingue del *contrato a plazo*, o *forward*, por negociarse en un mercado organizado bajo términos altamente normalizados y por estar sometido a ajuste, al término de cada sesión, al valor de mercado, es decir, al final de cada día de negociación la parte favorecida por la evolución del precio del contrato es acreditada por su ganancia del día, mientras que lo contrario ocurre con la otra parte. Para garantizar las obligaciones resultantes de estos flujos intermedios durante la vida del contrato, a las partes intervinientes se les exige el depósito de una fianza inicial (*margen*) que están obligados a mantener siempre por encima de un cierto nivel mínimo, realizando, en su caso, los depósitos adicionales que se requieran (*margen de variación*).

Institucionalmente, todo el sistema de los contratos de futuros descansa en la presencia de una *cámara*

*de compensación (clearinghouse)*, que, al ser efectivamente la entidad de contrapartida en los mismos, posibilita su negociación despersonalizada y, al mismo tiempo, garantiza su cumplimiento en prácticamente toda circunstancia.

Los contratos de futuros nacieron a finales del siglo pasado en relación con el comercio de determinados productos agrícolas. Sin embargo, en la actualidad los contratos de futuros más importantes se refieren a *activos financieros: tipos de interés, divisas e índices bursátiles*, a los que se han unido, recientemente, las *acciones* en Australia. Este cambio de rumbo no es ajeno a la creciente volatilidad de las variables básicas de los mercados financieros: tipos de interés, tipos de cambio y cotizaciones de los títulos, teniendo en cuenta que los contratos futuros, al estipular un precio fijo en un vencimiento futuro, son, básicamente, un *instrumento de cobertura del riesgo* de que el precio del activo subyacente se mueva en dirección contraria a los intereses de la parte interviniente.

Los *mercados de futuros más importantes* del mundo están situados en la ciudad norteamericana de Chicago. En el campo de las *divisas*, destaca la Chicago Mercantile Exchange, CME, que los introdujo en 1972 en su división International Money Market, IMM. Las divisas negociadas en la actualidad son, siempre en relación con el dólar americano: dólares australiano y canadiense, marco alemán, ECU, francos francés y suizo, libra esterlina y yen japonés. En 1981, esta misma Bolsa introdujo lo que técnicamente es un contrato de tipos de interés, de especial importancia en financiación internacional: el *futuro sobre depósitos del eurodólar*. Además, en 1982 comenzó a negociar *futuros sobre un índice bursátil*, el *Standard & Poor's 500*, aunque la Bolsa que introdujo por primera vez este tipo de contratos fue la Kansas City Board of Trade, con el índice *Value Line*, en ese mismo año.

En el campo de los futuros en tipos de interés destaca el Chicago Board of Trade, CBOT, donde se introdujeron en 1975, concretamente para los *certificados de ahorro* de la GNMA (Government National Mortgage Association), si bien el contrato más negociado en la actualidad es el relativo a los *bonos del tesoro norteamericano*.

Las estadísticas que se presentan en el cuadro número 5, referidas al año 1986, muestran, en miles de contratos, los *futuros financieros más negociados* en el mundo, así como su lugar dentro del conjunto de todos los futuros, financieros o no.

Es decir, dentro de los 25 primeros contratos de futuros de todas clases, 12 se refieren a instrumentos financieros, entre ellos los cuatro primeros; pero, sobre todo, hay que destacar que el contrato más negociado supera en más de 2,5 veces a su siguiente y en más de seis al primer futuro no financiero (un contrato sobre el oro).

En Europa, el principal —y primero en el tiempo— mercado de futuros financieros, el London International Financial Futures Exchange, LIFFE, abrió sus puertas el 30 de noviembre de 1982. Con un volumen de

**CUADRO NUM. 5  
FUTUROS FINANCIEROS**

<i>Contrato</i>	<i>Bolsa</i>	<i>Volumen</i>	<i>Número de orden</i>
Bonos Tesoro, Estados Unidos .....	CBOT	52.599	1
Indice S&P 500 .....	CME	19.505	2
Opciones bonos Tesoro .....	CBOT	17.314	3
Eurodólares .....	CME	10.825	4
Marco alemán .....	CME	6.582	7
Franco suizo .....	CME	4.998	10
Notas Tesoro, Estados Unidos .....	CBOT	4.426	12
Yen japonés .....	CME	3.970	13
Indice NYSE (1) .....	NYFE (1)	3.124	18
Libra esterlina .....	CME	2.701	20
Opciones marco alemán .....	CME	2.206	21
Opciones S&P 500 .....	CME	1.886	24

(1) New York Stock Exchange y New York Futures Exchange.  
Fuente: *Chicago Board of Trade*.

contratación de 6,95 millones de contratos (no sólo futuros, sino también opciones) en 1986, en este mercado se negocian futuros del eurodólar sobre el tipo de interés a tres meses de la libra esterlina, de bonos del tesoro norteamericano, de bonos gubernamentales británicos (*gilts*) y japoneses, sobre el índice bursátil FT-SE 100, y en las siguientes divisas en relación con el dólar: marco alemán, libra esterlina, franco suizo y yen japonés.

Otro mercado europeo de futuros financieros, nacido en febrero de 1986, es el MATIF (Marché à Terme d'Instruments Financiers), de París, que negocia futuros de bonos y pagarés públicos, con 113.000 contratos negociados en su primer año de existencia. En 1987 ha abierto sus puertas otro mercado de futuros en Amsterdam, también relacionado con fondos públicos.

En España, hoy por hoy, no existen futuros financieros. Sin embargo, la circular núm. 12/1986, del 17 de junio, del Banco de España a las entidades delegadas, regula los denominados *forward rate agreements*, o *FRAs*, que son contratos a plazo de tipos de interés negociados, no en un mercado organizado, sino directamente con una entidad bancaria, y cuya finalidad es la misma que la de un contrato de futuros de tipos de interés: la cobertura del riesgo de que este último se mueva en una dirección desfavorable para el tomador del *FRA*.

## VI. OPCIONES FINANCIERAS

Una *opción* es un contrato que conlleva un derecho, pero no la obligación, a comprar o vender ciertos bienes o títulos a un precio especificado (denominado *precio de ejercicio*) y durante un tiempo estipulado, que concluye en la *fecha de vencimiento o de expiración* de la opción.

Este contrato puede estar implícito en otro instrumento financiero (como, por ejemplo, la opción de convertibilidad en acciones de una emisión de obligaciones o bonos) o negociarse por sí mismo, dentro o fuera de un mercado organizado. En este último caso,

se han desarrollado cuatro tipos de *opciones financieras*, según que el objeto de las mismas sean *acciones*, *índices bursátiles*, *instrumentos de deuda* o *divisas*.

Toda opción se puede comprar o vender (es decir, emitir), pero, independientemente de ello, existen dos tipos básicos de opciones, según la clase de derecho que conllevan: *opción de compra* (o *call*) y *opción de venta* (o *put*). En relación con el ejercicio temporal de este derecho, las opciones se clasifican en *européas* (sólo pueden ejercerse en la fecha de expiración) y *americanas* (pueden ejercerse en cualquier momento, dentro de su plazo de validez), distinción que, en contra de lo que pudiera parecer, no tiene una connotación geográfica, ya que la mayoría de las opciones que se negocian en los mercados organizados existentes en el mundo son de tipo americano, lo cual no deja de ser lógico, dada la mayor flexibilidad que ofrecen para su comprador.

El primer mercado organizado de opciones vio la luz en abril de 1973: la Chicago Board Options Exchange (CBOE), que es hoy el mayor del mundo, con más de 180 millones de contratos negociados en 1986, unos dos tercios de los cuales corresponden a un sólo instrumento: el índice bursátil *Standard & Poor's 100*, «la opción más popular del mundo», que fue introducida en marzo de 1983.

Desde el punto de vista de la financiación internacional, tienen mayor interés la Bolsa de Filadelfia, donde desde diciembre de 1982 se vienen negociando opciones sobre las principales divisas, en relación siempre con el dólar americano: dólar australiano y canadiense, marco alemán, ECU, franco francés y suizo, libra esterlina y yen japonés, así como la Chicago Mercantile Exchange (CME), donde se negocian *opciones sobre futuros*, no sólo de divisas, sino también de tipos de interés, destacando las que se refieren a los futuros del eurodólar.

En Europa, la primera bolsa de opciones que abrió sus puertas fue la European Option Exchange (EOE), de Amsterdam, en abril de 1978, con una pretensión —como su nombre indica— pan-europea, que luego no fraguó. Aparte de negociar diversas opciones en divisas, especialmente del florín holandés en relación

con el dólar y la libra, su interés internacional se ha incrementado recientemente, al recoger por vez primera la negociación de una opción sobre un índice bursátil norteamericano fuera de Estados Unidos, concretamente el *Major Market Index (MMI)*, de la American Stock Exchange (AMEX), segunda Bolsa de Nueva York. En 1986, la EOE negoció 9,8 millones de contratos.

Pocos días después que la anterior, la Bolsa de Londres abrió sus puertas a las opciones con el London Traded Options Market (LTOM), aunque, desde el punto de vista internacional, en esta ciudad tiene mayor interés, como su propio nombre indica, el London International Financial Futures Exchange (LIFFE), donde se negocian opciones sobre los futuros del eurodólar, y, al igual que en el LTOM, opciones sobre el marco y la libra en relación con el dólar.

Además, existen en Europa dos bolsas de opciones en Estocolmo, se negocian opciones sobre tipos de interés en las Bolsas de Frankfurt y Dusseldorf, y, para inicios de 1988, está prevista la apertura de una nueva bolsa en Suiza.

Los mercados organizados no son los únicos lugares donde se pueden negociar opciones. Especialmente en el caso de las divisas, existen las denominadas opciones *over the counter* (OTC), o extrabursátiles, que algunas fuentes estiman del mismo volumen que las negociadas en Bolsa. Estas opciones son generalmente emitidas por bancos y compradas por clientes habituales de los mismos, y su desarrollo en la satisfacción de las necesidades de estos últimos ha generado toda una gama de productos denominados *instrumentos de tercera generación* en relación con el riesgo de cambio (la primera son los contratos al contado y a plazo, mientras la segunda la forman los *swaps*, los futuros y las opciones simples), que suelen estar basados en combinaciones de *forwards* (contratos a plazo) y opciones.

En el caso de Londres, verdadera capital mundial de los mercados monetarios, se ha desarrollado un mercado interbancario de opciones en divisas de carácter semiformalizado: el London Interbank Currency Options Market (LICOM), inaugurado en julio de 1984, en el que operan más de 100 bancos y se negocian más de 30 divisas.

La principal utilidad de las opciones reside en que son un *instrumento de cobertura de riesgos* (por ejemplo, el riesgo de cambio) *con la máxima flexibilidad posible*, y en este sentido han sido comparadas con un *seguro*. Esta flexibilidad deriva del hecho de que las mismas conllevan un derecho, pero no una obligación. Así, si se ha adquirido una opción de compra de una divisa, se garantiza un tipo de cambio máximo al cual conseguir ésta. Si, luego, la evolución del tipo de cambio hace más ventajoso comprar la divisa en cuestión directamente en el mercado, basta con no ejercer la opción.

Análogamente, si un exportador, que ha recibido un importe en una determinada divisa por sus bienes y servicios, quiere garantizar un tipo de cambio míni-

mo a recibir por la misma, puede adquirir una opción de venta, que no le impedirá ceder directamente la divisa obtenida al mercado si con ello consigue un tipo de cambio más favorable.

Esta cobertura con flexibilidad máxima tiene un coste: el precio o *prima* de la opción, que es la ganancia inmediata que obtiene su vendedor a cambio de la cobertura de los riesgos del comprador. Este coste es generalmente superior al de otros instrumentos de cobertura de riesgos que no ofrecen análoga flexibilidad (por ejemplo, los futuros). El que el pago del precio sea, a la postre, «inútil» (por no haberse producido el riesgo cubierto) es la única contingencia que asume en su contra el comprador de la misma.

Aunque las opciones, hoy por hoy, no existen en España, la normativa actualmente vigente sobre *inversiones españolas en el exterior* ha liberalizado su posible uso desde nuestro país en determinados casos.

## VII. EUROACCIONES

Por *euroacciones*, en sentido amplio, se entiende el conjunto de instrumentos orientados hacia la internacionalización, actual o potencial, del capital propio de las empresas a través de los euomercados. Es decir, este término incluye no sólo las acciones propiamente dichas (ordinarias o preferentes), sino también aquellos instrumentos de *deuda convertible* en acciones o que conllevan el derecho a adquirir acciones, al tener incorporado un *warrant* o certificado de opción.

La importancia de las euroacciones se ha incrementado sustancialmente, aunque todavía suponen una porción modesta, especialmente las acciones propiamente dichas, del conjunto de los mercados financieros internacionales. En miles de millones de dólares y colocando entre paréntesis el porcentaje de participación relativa en este conjunto, véanse las cifras del cuadro núm. 6.

El fenómeno de las euroacciones se suele asociar con el de la *internacionalización de las Bolsas de valores*. Sin embargo, ambos términos esconden realidades independientes, aunque estrechamente relacionadas. En efecto, las euroacciones en un sentido propio remiten a la colocación de acciones fuera del mercado doméstico por medio de sindicatos de bancos y firmas de valores, colocación que no tiene por qué pasar —y de hecho no pasa— por una Bolsa de valores.

Aunque el prefijo euro no tiene en financiación internacional un contexto geográfico necesariamente europeo, lo cierto es que, con diferencia, la mayor parte de las euroacciones propiamente dichas tienen su origen en países europeos, y muy especialmente en aquellos pertenecientes a la Comunidad Económica Europea. Además de subrayar la necesidad de capitales propios por parte de las empresas de estos países, esta circunstancia refleja la insuficiencia y rigidez de los mercados de valores de tales países para

CUADRO NUM. 6  
EUROACCIONES

	1983	1984	1985	1986
Bonos convertibles .....	7,2 (4,7)	9,3 (4,7)	8,0 (2,9)	7,1 (1,9)
Bonos con <i>warrant</i> .....	0,8 (0,5)	1,6 (0,8)	3,5 (1,2)	15,2 (4,0)
Acciones .....	— (0,0)	0,3 (0,1)	2,3 (0,8)	11,3 (3,0)
	8,0 (5,2)	11,2 (5,7)	13,8 (4,9)	33,6 (8,9)

Fuente: OCDE.

absorber, en buenas condiciones, los volúmenes de fondos requeridos. En este sentido, algunas colocaciones de euroacciones han sido consecuencia de *programas de privatización* de empresas públicas de diversos países.

Las euroacciones y, en general, todo el proceso de *internacionalización de las acciones* de las empresas se contempla como una fase más del proceso de integración financiera mundial, especialmente significativa y delicada en este caso, ya que estos títulos dependen estrechamente de la idiosincrasia de las empresas cuyo capital social representan, incluyendo en la misma las peculiaridades de los marcos institucionales en que actúan, y en que, por tanto, pueden negociarse habitualmente las acciones objeto de colocación internacional.

En particular, los *derechos de voto* asociados normalmente a las acciones, y la preocupación por la subsiguiente pérdida del control en las empresas, hacen que en algunos países la internacionalización esté limitada a acciones sin voto (o con voto menor). En Francia, por ejemplo, es posible negociar separadamente la acción de sus derechos de voto a través de los denominados *certificados de inversión*.

Otras novedades en este capítulo ocurridas en los mercados financieros son las *notas en acciones* (títulos de deuda que sólo son amortizables en acciones), la emisión de acciones con *warrant*, y, muy recientemente, lo que podríamos denominar la *acción multi-divisa*, introducida por el Scandinavian Bank (banco británico, a pesar de su nombre, aunque, eso sí, de propiedad mayoritaria de un grupo de bancos nórdicos), cuyo capital social está denominado en cuatro divisas distintas: marco alemán, franco suizo, dólar y libra esterlina.

En esta dirección debemos mencionar los *recibos de depósito* (*depository receipt*), cuyo uso se remonta en Nueva York nada menos que a 1927, y que representan la propiedad de un grupo de acciones depositadas en un banco de su país de origen, pero que son emitidos por un banco del país de destino. Se logra así una «traducción» o conversión de las acciones de un país a otro, con lo que se facilita enormemente el manejo y negociabilidad a nivel internacional de las mismas.

El principal problema que plantean las euroacciones es el denominado *Flowback*, o los flujos de retorno de las acciones a su mercado doméstico, con lo cual no sólo se destruye la pretendida internacionalización de capital social, sino que, además, puede tener efectos depresivos sobre las cotizaciones en el mercado doméstico. Una anticipación de este fenómeno contribuyó al fracaso de la mayor colocación de euroacciones intentada hasta la fecha: 1.620 millones de dólares de tres clases de acciones distintas de la empresa FIAT.

La mayor emisión primaria de euroacciones, excluyendo las privatizaciones, ha tenido lugar recientemente —en mayo de 1987— para la empresa holandesa Philips, con 480 millones de dólares y 20 millones de acciones, distribuidas en seis áreas geográficas: Estados Unidos, Holanda, Alemania Occidental, Reino Unido, Japón y Suiza, mediante un sistema de *subsindicación regional* rígidamente mantenido.

España está presente de algún modo en los procesos de internacionalización del capital propio de sus empresas. En 1986 nueve empresas españolas (seis bancos, una inmobiliaria, una eléctrica y la CTNE) estaban presentes en un total de siete bolsas extranjeras.