

Resumen

Reconociendo la importancia, patente a raíz de la crisis, que tienen los mercados financieros para una adecuada gestión de la liquidez bancaria y para el crédito, dicho artículo analiza el papel de los colocadores *bookrunners* en dichos mercados. Este artículo argumenta que el panorama post-crisis, configurado con una industria menos concentrada y más competitiva, con protagonismo de emisiones sindicadas con más *bookrunners* y en la que nuevos emisores no financieros ocupan el horizonte es susceptible de alterar el papel de los colocadores.

Palabras clave: colocadores, *bookrunners*, deuda, mercados financieros.

Abstract

Acknowledging the importance, obvious due to the crisis, of the financial markets for bank liquidity and credit this article analyzes the role of the *bookrunners* in those markets. This article argues that the post-crisis scenario, which is characterized by a less concentrated and more competitive industry, a dominance of syndicate-placed deals with more *bookrunners* and where new non financial issuers are in the horizon, is likely to alter the role of *bookrunners*.

Key words: underwriting, *bookrunners*, debt, capital markets.

JEL classification: G15, G24.

CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO Y GENERACIÓN DE CRÉDITO: LA IMPORTANCIA DE LOS *BOOKRUNNERS*

Pedro J. CUADROS-SOLAS

Universidad de Granada

I. INTRODUCCIÓN

La liquidez y el crédito son pilares necesarios para lograr la estabilidad financiera que sirve de base del crecimiento económico. La naturaleza de intermediación financiera de bancos y demás entidades crediticias, hace que la liquidez de fondos, entendida como la capacidad para obtener fondos con los que afrontar las obligaciones y operar en tiempo y forma, sea clave para que estas entidades puedan desarrollar su actividad. La relación entre liquidez bancaria y crédito es patente, resultando esenciales para el correcto engraje entre la economía financiera y la real. Así, la falta de liquidez, además de afectar negativamente a la supervivencia de las propias entidades, también tiene consecuencias negativas para la economía en la medida en que se lastra la generación del crédito con el que financiar proyectos empresariales rentables que son necesarios para el desarrollo económico. En este sentido, la crisis financiera, bancaria y económica recientemente experimentada en Europa ha mostrado las consecuencias devastadoras que la falta de liquidez y la escasez de crédito tienen en nuestra economía.

En el actual contexto europeo, superados los peores momentos pero, que aún tiene muy presente los problemas de liquidez de entidades financie-

ras europeas tras el colapso del mercado interbancario y las dificultades para acceder al crédito de empresas no financieras, el papel de los mercados financieros y por ende de los intermediarios que facilitan el acceso a los mismos, conocidos como *bookrunners* (colocadores), se refuerza. Por una parte, para bancos y demás entidades financieras estos mercados deben convertirse en aquellos en los que obtener la financiación necesaria con la que cumplir con sus obligaciones de pago y atender su actividad de concesión final de crédito. Por otra parte, para las empresas no financieras estos deben postularse como una alternativa real y complementaria de financiación, que reduzca en parte la elevada dependencia en el crédito bancario existente por parte del sector empresarial europeo. En definitiva, los problemas de liquidez y falta de crédito, que se traducen en problemas de financiación, experimentados durante la crisis deben ser el germen para consolidar los mercados financieros. Así, en la medida en que estos se establezcan como una fuente de financiación óptima para entidades financieras y no financieras podrán prevenirse dichos problemas, en pro de la necesaria estabilidad financiera para lograr un crecimiento económico estable.

El papel que desempeñan aquellos intermediarios financieros encargados de la co-

locación y distribución de las emisiones en dichos mercados, los *bookrunners*, es clave, pues son los que facilitan el acceso a los mercados financieros. Profesionales del sector, así como la rama de literatura que estudia a dichos colocadores, confirman la importancia de su labor. Numerosos artículos han destacado cómo los problemas de información asimétrica entre emisores e inversores hacen que su labor sea esencial para que los emisores, ya sean bancos o entidades no financieras, puedan captar los fondos necesarios para su actividad en unas condiciones adecuadas. Asimismo, estudios previos destacan cómo la reputación de los *bookrunners* garantiza la adecuada determinación del valor de la emisión que estos realizan. Se genera en ellos una preocupación por mantener un elevado capital reputacional que desincentiva la proliferación de comportamientos oportunistas susceptibles de alterar en su favor la valoración que hacen de las emisiones y sus emisores. En definitiva, las tareas que desempeñan de investigación, generación de información, *marketing* y estabilización del valor de los títulos hacen que su labor de intermediación financiera resulte valiosa a la vez que necesaria para emisores e inversores.

Reconociendo la relevancia que tienen los mercados financieros para una adecuada gestión de la liquidez y para el crédito, así como el papel de los colocadores, dicho artículo tiene un doble objetivo. En primer lugar, se pretende aportar luz sobre la industria de los *bookrunners* en Europa, resaltando las características de la industria. En este sentido, se muestra cómo un aumento en el número de colocadores de deuda en Europa, la menor concen-

tración en la industria europea respecto a la norteamericana y la presencia de grandes *bookrunners* (*heavyweight players*) son rasgos que definen la industria. Y en un segundo lugar, se destaca cómo en un escenario poscrisis el papel de los colocadores se puede ver alterado. Desde 2007-2008, una caída en la concentración, el predominio de emisiones sindicadas con numerosos *bookrunners* y el crecimiento del peso de emisiones no financieras configuran un nuevo panorama para los colocadores. Puesto que los mercados de deuda europeos (*debt markets*) tienen un mayor peso como fuente de financiación empresarial que los mercados de capital (*equity markets*) nuestro análisis se centra en los primeros.

En conclusión, en dicho artículo se trata de mostrar los rasgos característicos de la industria para posteriormente hacer hincapié en el nuevo panorama que se abre para dichas entidades tras la crisis. Un nuevo contexto en el que el acceso a los mercados financieros ha podido cambiar viéndose aumentado el papel de los colocadores.

El artículo se estructura en cinco secciones que siguen a esta introducción. En la segunda sección se hace un repaso de la literatura financiera centrada en el papel de los *bookrunners*. En la sección tercera se aporta una visión descriptiva de los mercados financieros en Europa. Las características que presenta la industria del *bookrunning* se exponen de una manera gráfica y descriptiva en la cuarta sección. La quinta sección se centra en señalar las claves del nuevo panorama poscrisis que se presenta para los *bookrunners* y cómo se ve afectado el papel de los mismos. Finalmente, la

última sección presenta las conclusiones finales surgidas del análisis desarrollado a lo largo del artículo.

II. EL PAPEL DE LOS BOOKRUNNERS: REVISIÓN DE LA LITERATURA

Han sido numerosos estudios teóricos y empíricos los que han prestado especial atención al papel que juegan los *bookrunners* en los mercados financieros. La presencia de problemas de información asimétrica entre aquellos que acuden a captar fondos –emisores– y los que buscan rentabilidad para los mismos –inversores– es lo que determina que existan intermediarios financieros capaces de reducir dichas asimetrías. En este sentido, los *bookrunners* se configuran como aquellos intermediarios financieros responsables de colocar una serie de títulos entre el público inversor, recibiendo una comisión como contraprestación económica por el servicio prestado. La designación del *bookrunner* implica que este asuma la responsabilidad de la emisión. Así, el proceso de colocación de nuevas emisiones va más allá de un mero mecanismo de distribución o venta de títulos-valores entre los inversores, sino que los *bookrunners* desarrollan una variedad de tareas como son las de *marketing*, certificación, monitorización y estabilización. Tras discutir las principales características de la emisión con el emisor, el *bookrunner* inicia una fase de investigación (*research phase*) con el objetivo de valorar el precio de los títulos de acuerdo con los términos de la emisión, la situación del emisor y la demanda existente en el mercado (*pricing*). Posteriormente se

anuncia la transacción y el emisor comienza a recibir las órdenes de compra de los inversores interesados. Una vez asignados los títulos en base a las órdenes recibidas (*allocation*) quedan fijadas las condiciones finales. Finalmente, el *bookrunner* concluye su actividad estabilizando el valor de los títulos en el mercado (*market stabilization*).

Una importante parte de la literatura ha relacionado el papel de estos intermediarios financieros con su reputación. Estudios anteriores han remarcado cómo la reputación incide en la determinación del valor de la emisión que estos realizan. La hipótesis de certificación (*certification hypothesis*) establece que las entidades más reputadas tienen la habilidad de reducir más eficientemente las asimetrías existentes en los mercados, certificando el valor intrínseco de la emisión. Así, aunque los *bookrunners* pudieran utilizar la información privada que poseen para extraer rentas económicas en su beneficio, la preocupación por mantener su reputación desincentiva tales comportamientos. El afán por conservar su capital reputacional resulta clave, pues un pobre comportamiento de los títulos colocados daña su nivel de reputación viéndose afectado negativamente su volumen de negocio. Su alto capital reputacional es lo que explica por qué los *bookrunners* reputados certifican el verdadero valor de la emisión (Beatty y Ritter, 1986; Booth y Smith, 1986; Carter y Manaster, 1990; Chemmanur y Fulghieri, 1994). Además, aquellas investigaciones centradas en la selección de *bookrunner* por parte de los emisores han considerado que la reputación de este y la existencia de anteriores relaciones crediticias con el emisor son los principales

determinantes de la elección (Benveniste, Ljungqvist, Wilhelm, y Yu, 2003; Drucker y Puri, 2005a; Ljungqvist, Marston, y Wilhelm, 2006; Yasuda, 2007). Destaca el estudio de Fernando, Gatchev, y Spindt, (2005), pues utiliza un modelo de selección mutua entre emisor y *bookrunner* para concluir que los emisores de mayor calidad emiten con los más reputados si bien la probabilidad de que la relación continúe en futuras emisiones decrece si la diferencia entre la calidad del emisor y la calidad del *bookrunner* se acentúa. Asimismo, la relación entre inversor y *bookrunner* también se ve afectada por la reputación, pues la participación de *bookrunners* reputados genera unas creencias en los inversores acerca de la calidad de la emisión y del emisor. En este sentido, Neupane y Thapa (2013) analiza la relación inversor-*bookrunner* mostrando que los grandes inversores mantienen relaciones principalmente con *bookrunners* reputados, mientras que los menos reputados lo hacen con inversores no institucionales.

La reciente crisis financiera que trajo consigo la caída del banco de inversión americano Lehman Brothers, en septiembre de 2008, ha supuesto un experimento cuasi-natural con el que evaluar el papel de los *bookrunners*. Recientes estudios basados en estos acontecimientos han puesto de manifiesto la relevancia del *bookrunner* para las empresas que requieren sus servicios en los mercados de deuda o capitales. Fernando, May y Megginson (2012) señalan que aquellas empresas para las que Lehman Brothers actuó como *bookrunner* en emisiones de capital sufrieron mayores pérdidas tras su caída, si bien dichas pérdidas no alcanzaron

a otros clientes para los que dicho banco prestó servicios de consultoría (*advisory*), análisis financiero (*analyst*) o de creación de mercado (*market-making*). Asimismo, Kovner (2012) muestra que empresas cuya salida a bolsa estuvo dirigida por *bookrunners* en serias dificultades durante la crisis –Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch and Wachovia– sufrieron superiores caídas en su capitalización.

Por otra parte, la entrada de bancos comerciales en la industria del *bookrunning* ha dado origen a estudios orientados a analizar los efectos de la concurrencia de relaciones crediticias (*lending*) y de *bookrunning*. Dos hipótesis alternativas han sido propuestas: la existencia de un conflicto de interés (*conflict of interest*) o de certificación (*certification*). La primera sugiere que la concurrencia de ambas actividades genera un conflicto de interés al banco, pues este podría certificar nuevas emisiones con un valor superior con el fin de que el emisor pueda hacer frente a los compromisos crediticios que mantiene con él. Por otro lado, la hipótesis de certificación establece que la existencia de relaciones crediticias genera unos flujos de información entre prestatario y prestador permitiendo a este último utilizar dicha información privada para certificar de una manera más adecuada las emisiones en los mercados financieros. Aunque existen estudios con evidencias a favor de ambas hipótesis en función del tipo de emisión analizada –deuda o capital– (Drucker y Puri, 2005b; Duarte-Silva, 2010; Hebb y Fraser, 2002; Saunders y Stover, 2004; Schenone, 2004; Suzuki, 2010), lo que se extrae es que dicha concurrencia de actividades no es inocua.

III. EL ESCENARIO DE LOS BOOKRUNNERS: LOS MERCADOS FINANCIEROS

1. Los mercados financieros: una visión amplia

En los mercados financieros es donde los *bookrunners* colocan los instrumentos de deuda privada y de capital entre los inversores. Es por ello que la actividad de *bookrunning* está inevitablemente ligada al crecimiento y consolidación de dichos mercados. De ahí que, a medida que los mercados financieros ganan relevancia como fuente de financiación, la actividad del *bookrunning* cobra mayor protagonismo.

En primer lugar, el peso de dichos mercados en relación al PIB (Producto Interior Bruto) y su concentración geográfica nos dan una visión global de los mismos. Actualmente, los mercados de capital (*equity*) suponen, respectivamente, un 138 por 100 y 64,5 por 100 del PIB de EE.UU. (Estados Unidos) y Europa. Mientras que los de deuda corporativa no financiera (*non financial corporate debt*) suponen un 40,7 por 100 del PIB de EE.UU. y un 12,9 por 100 del PIB europeo. Estos datos reflejan el peso de dichos mercados a la vez que confirman la mayor dimensión de los mismos en los EE.UU. Sin embargo, durante las últimas décadas se ha observado un aumento en volumen e importancia de estos mercados en Europa. La integración económica y monetaria lograda en el seno de la Unión Europea y la eurozona respectivamente, han facilitado sin duda el establecimiento de dichos mercados. Los datos más recientes muestran un crecimiento superior en Europa en los mercados de deuda, con un incre-

mento anual de un 6,11 por 100 en 2014 en el mercado de bonos europeo (1), sobrepasándose el récord de eurobonos del 2009.

Otro aspecto a considerar hace referencia a la composición de dichos mercados financieros. Una división amplia distingue entre mercados de capitales (*equity/stocks markets*) y mercados de deuda (*debt/bonds markets*). Aunque la trascendencia de los mercados de capitales es superior a la de los mercados de deuda, puesto que los índices bursátiles se perciben como importantes indicadores de futuras ganancias empresa-

riales y de las expectativas de crecimiento económico, lo cierto es que globalmente y en las principales regiones económicas (Norteamérica, Europa y Asia) los mercados de deuda son mayores en volumen a los de capital. Anualmente las nuevas emisiones de deuda superan a las de capital. Durante el período comprendido entre 2003 y 2013 más de 18 millones de dólares (60.000 títulos) se emitieron en Europa entre deuda corporativa (*corporate bonds and medium term notes*), cédulas hipotecarias (*covered bonds*) y bonos de titulización (ABS y MBS). El cuadro n.º 1 y el gráfico 1 muestran el volumen

CUADRO N.º 1

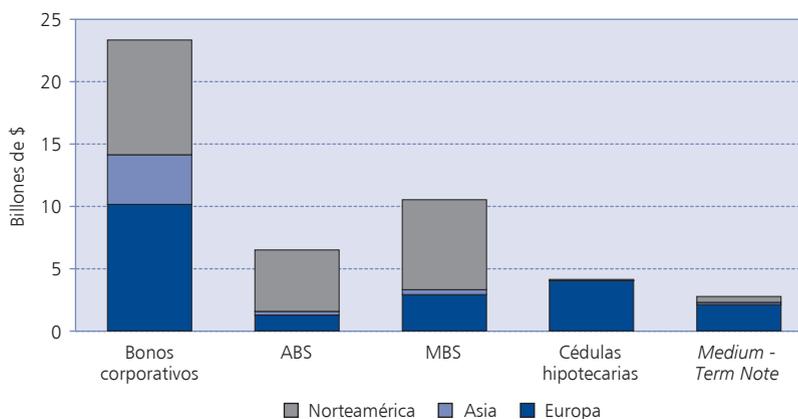
EMISIONES DE DEUDA PRIVADA EN EUROPA DURANTE 2003-2013

	BONOS CORPORATIVOS	ABS	MBS	CÉDULAS HIPOTECARIAS	MEDIUM - TERM NOTES
Volumen (mill \$)	8.216.756,01	1.217.526,41	2.889.476,26	3.776.239,63	1.942.464,47
N.º Emisiones.....	13.454	1.505	1.240	12.888	26.900
Porcentaje.....	45,54	6,75	16,01	20,93	10,77
Volumen medio por emisión (mill \$)	610,73	808,99	2330,22	293,00	72,21

Fuente: Dealogic y elaboración propia.

GRÁFICO 1

VOLUMEN DE DEUDA PRIVADA EMITIDA POR TIPO DE TÍTULO Y REGIONES DURANTE 2003-2013



Fuente: Dealogic y elaboración propia.

de emisiones de deuda privada por tipos de títulos y regiones.

El gráfico 1 permite comparar el volumen de deuda privada emitido en Europa con el de las dos principales regiones emisoras (Norteamérica y Asia). En este sentido se observa que el volumen de bonos de titulización (ABS y MBS) es claramente superior en Norteamérica mientras que el volumen es similar en ambas regiones para el caso de los bonos corporativos. Asimismo, se constata que las emisiones de cédulas hipotecarias son genuinamente europeas.

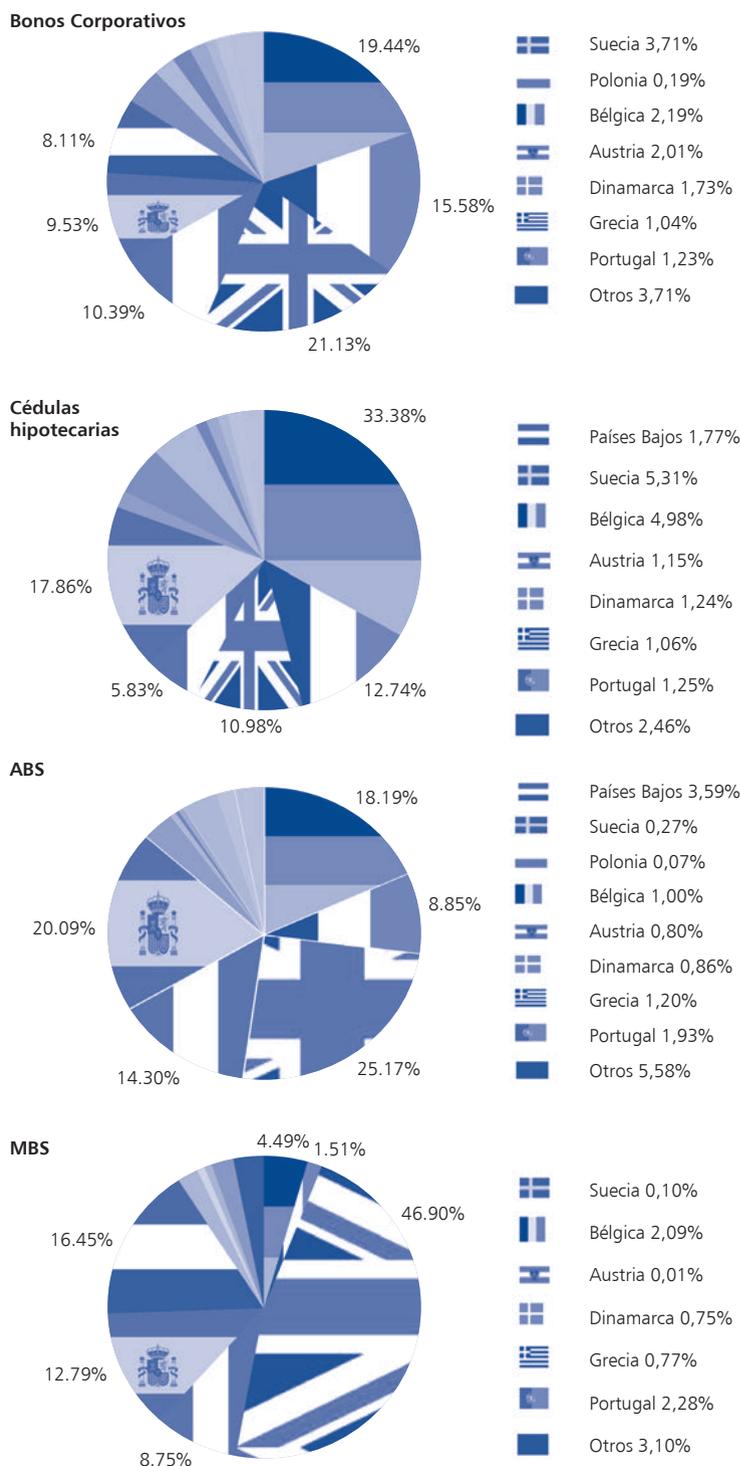
En cualquier caso, y a pesar de las características de cada tipo de emisión, ya se trate de bonos corporativos, cédulas hipotecarias o bonos de titulización, su colocación en los mercados de deuda primarios corresponde a los *bookrunners*. Los sujetos implicados –emisores, inversores y *bookrunners*– suelen coincidir y el proceso de colocación no sufre grandes variaciones, pues comienza con la designación de una entidad financiera como *bookrunner* por parte del emisor a la vez que estos discuten las principales condiciones de la emisión.

En definitiva, los mercados financieros y en especial los mercados de deuda tienen un peso importante y creciente en la economía. Ello refleja que son fuente de financiación para las entidades financieras y empresas a la vez que se acentúa la necesaria participación de *bookrunners*, como sujetos que facilitan el acceso a dichos mercados.

2. Los mercados de deuda en Europa

El mayor peso de los mercados de deuda en relación a los

GRÁFICO 2
DISTRIBUCIÓN DE LAS EMISIONES DE DEUDA PRIVADA POR TIPO DE TÍTULO Y PAÍSES EN EUROPA EMITIDAS DURANTE 2003-2013



Fuente: Dealogic y elaboración propia.

de capital y que estos sean preferidos por los emisores para financiar sus actividades, pues no se ve alterada la propiedad de la compañía emisora, nos lleva a centrarnos de aquí en adelante en estos últimos con el fin de analizar el papel de los *bookrunners*.

El gráfico 2 recoge la distribución por países de las emisiones en Europa distinguiendo por instrumentos de deuda durante el período 2003-2013. Un primer vistazo parece dejar claro que en Europa el origen de dichas emisiones se concentra en las grandes economías europeas. Atendiendo a los bonos corporativos, principal instrumento de deuda privada, se observa que durante el período comprendido entre 2003-2013 la mayor parte los mismos fueron emitidos en Reino Unido, Francia y Alemania, lo que concuerda con el papel destacado de sus centros financieros de Londres, París y Frankfurt. En un segundo escalón Italia y España acogen en torno al 10 por 100 de dichas emisiones. Mientras que las emisiones de bonos corporativos se extienden por toda Europa, no ocurre así con las cédulas hipotecarias. El 33 por 100 de Alemania y del 18 por 100 de España se explica por las elevadas emisiones de las cajas de ahorros alemanas (*sparkasse*) y las españolas. Con la excepción de Francia y Reino Unido, con porcentajes cercanos al 10 por 100, en el resto de la región la relevancia de las cédulas es escasa.

A priori, la distribución de los bonos de titulización parece la más interesante a raíz del boom emisor anterior a la crisis financiera y por atribuírsele a dicho fenómeno ser origen de males posteriores. En relación a los MBS, Reino Unido destaca por originar cerca de la mitad de

todas las emisiones en Europa. Países Bajos (16,45 por 100), España (12,79 por 100) e Italia (8,75 por 100) ocupan un segundo lugar. Respecto a los ABS, bonos de titulización de activos no hipotecarios, los respectivos sectores bancarios británico, alemán, español e italiano —en especial *saving banks*, *sparkasse*, cajas de ahorros y *casse di risparmio*— destacan sobre el resto.

IV. LA INDUSTRIA DEL BOOKRUNNING

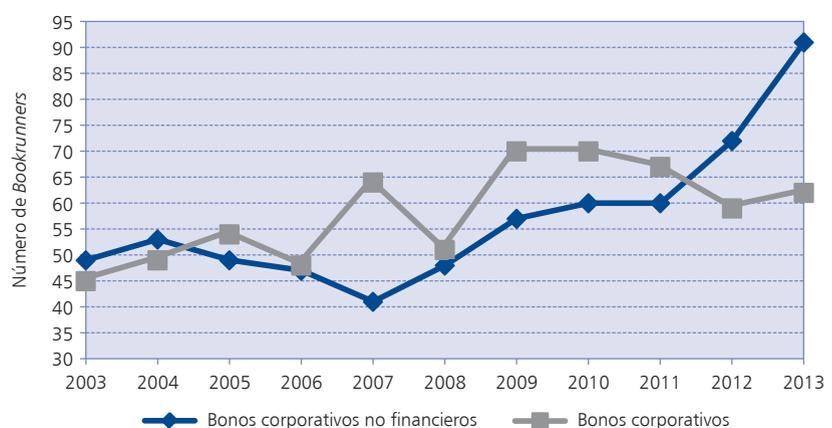
Las cifras recogidas en la sección anterior proporcionan evidencia del peso de estos mercados en Europa. Ahora resulta oportuno explorar cómo se estructura la industria del *bookrunning* con el objeto de profundizar acerca del acceso a dichos mercados de deuda a través de los *bookrunners*.

La industria del *bookrunning* en Europa ha estado tradicionalmente copada por la banca de inversión como así lo atestiguan los *rankings* de *bookrunners*

(*bookrunners league tables*), si bien desde finales del siglo XX se observa cómo la banca comercial ha ido ganando presencia en esta actividad. Ello ha propiciado que una amplia variedad de entidades se encuentren actualmente operando como *bookrunners* en Europa. En términos globales, durante el período comprendido entre 2003 y 2013 un total de 374 *bookrunners* diferentes colocaron deuda en Europa. El gráfico 3 muestra cómo el número de *bookrunners* que han participado al menos en una colocación de bonos corporativos en Europa ha ido incrementándose paulatinamente, sobre todo tras la crisis financiera.

Por otra parte, un análisis geográfico comparativo de la concentración basado en el índice Herfindal-Hirschman junto con otras medidas de concentración nos permite concluir que la industria muestra una mayor concentración en Norteamérica que en Europa y Asia para todos los tipos de emisiones de deuda. El cuadro nº 2 muestra que el Top 3 de *bookrunners* en

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE BOOKRUNNERS EN EUROPA DURANTE 2003-2013



Fuente: Dealogic y elaboración propia.

CUADRO N.º 2

MEDIDAS DE CONCENTRACIÓN DE LA INDUSTRIA DEL BOOKRUNNING POR REGIONES DURANTE 2003-2013

EUROPA (2003 -2013)						
Cuotas de mercado	Bonos corporativos	Cédulas hipotecarias	Medium - term note	ABS	MBS	Total
TOP 3	20,19	18,57	22,92	20,47	27,88	20,43
TOP 5	32,87	28,5	34,58	30,25	41,56	31,48
TOP 10	56,4	44,34	54,68	52,26	63,16	49,56
HHI	412,06	386,67	405,47	377,92	521,8	379,07
HHI normalizado.....	413,54	389,24	408,12	381,69	527,23	380,08
NORTEAMÉRICA (2003-2013)						
Cuotas de mercado	Bonos corporativos	Cédulas hipotecarias	Medium - term note	ABS	MBS	Total
TOP 3	37,36	19,75	49,98	41,85	35,8	37,71
TOP 5	53,6	36,15	67,76	59,9	52,12	54,17
TOP 10	82,66	91,45	91,75	88,84	84,02	84,12
HHI	801,15	2224,95	1331,54	962,34	886,02	829,43
HHI normalizado.....	805,72	2669,74	1351,4	973,27	898,66	833,11
ASIA (2003 -2013)						
Cuotas de mercado	Bonos corporativos	Cédulas hipotecarias	Medium - term note	ABS	MBS	Total
TOP 3	13,89	61,95	30,09	22,87	32,7	15,58
TOP 5	21,13	92,84	45,47	32,13	46,95	22,53
TOP 10	34,33	100	69,46	49,62	68,4	35,47
HHI	189,52	1821,22	596,82	356,04	598	199,69
HHI normalizado.....	190,05	2124,59	610,68	358,81	606,66	200,22

Fuente: Dealogic y elaboración propia.

Norteamérica coloca más de un tercio del volumen total de bonos corporativos, ascendiendo la cuota al 80 por 100 para el Top 10. Estos porcentajes no presentan grandes variaciones para bonos corporativos, medium-term notes y bonos de titulización, aunque en el caso de las cédulas hipotecarias se observa una mayor concentración en Norteamérica y Asia. El reducido volumen de emisiones de cédulas en estas regiones hace que sean unos pocos bancos los que concentren estas reducidas emisiones.

Por su parte, el cuadro nº 3 muestra el *ranking* de los principales *bookrunners* por volumen de emisión en distintas regiones. Dicho cuadro revela que en la industria del *bookrunning* existen

pesos pesados (*heavyweight players*) que participan en un elevado número de emisiones. A la vista del cuadro nº 3, cabe concluir que dichos *bookrunners* no circunscriben su actividad a un único instrumento de deuda, sino que colocan una variedad de ellos. Este hecho es consistente con la presencia de economías de alcance en la industria por parte de los grandes *bookrunners* (Fang, 2005). Los grandes *bookrunners* mantienen relaciones con muchos emisores e inversores, lo que les permite crear vínculos entre ellos y utilizar sus recursos para colocar una variedad de títulos en los mercados. Por otra parte, los *ranking* muestran que los grandes *bookrunners* son entidades transnacionales. *Bookrunners* europeos y norteamericanos –Barclays, RBS, Deutsche Bank,

Citi, JP Morgan and Bank of America Merrill Lynch– aparecen encabezando simultáneamente las emisiones en ambas regiones. Antes de la entrada del euro, la presencia de bancos no europeos en emisiones europeas era escasa si bien desde la adopción de la moneda única los bancos americanos fueron ganando presencia en el viejo continente tal y como se señala en Santos y Tsatsaronis (2003). En este sentido, es de destacar que al igual que bancos norteamericanos tienen una importante presencia en Europa, también grandes bancos europeos gozan de liderazgo en Norteamérica. En cuanto a Asia, las peculiaridades de su sistema financiero hacen que los grandes bancos europeos y americanos pierdan la partida en beneficio de grandes entidades asiáticas.

CUADRO N.º 3

RANKINGS DE BOOKRUNNERS POR CUOTA DE MERCADO POR TIPO DE EMISIÓN Y REGIONES DURANTE 2003-2013

EUROPA (2003-2013)							
Pos	Bookrunner	Bonos corporativos	Cédulas hipotecarias	Medium - term note	ABS	MBS	Total
		Cuotas de mercado					
1	Barclays	6,21	7,11	8,55	6,22	9,45	6,9
2	RBS	6,46	5,42	7,85	8,42	10,79	6,66
3	Deutsche Bank	6,99	6,03	6,52	5,83	6,82	6,87
4	BNP Paribas	6,71	4,79	5,45	4,59	2,48	5,44
5	HSBC	6,5	5,14	4,27	4,28	1,86	5,61
6	Citi	4,87	2,82	5,12	4,61	7,64	4,04
7	JPMorgan	5,43	1,82	3,34	4,86	6,86	1,56
8	SG Corp & Invest Banking	4,65	3,97	6,21	4,93	2,73	3,52
9	Commerzbank Group	4,14	6,21	3,04	1,79	0,41	4,36
10	Bank of America Merrill Lynch	4,44	1,02	3,72	3,33	4,28	4,6

NORTEAMÉRICA (2003-2013)							
Pos	Bookrunner	Bonos corporativos	Cédulas hipotecarias	Medium - term note	ABS	MBS	Total
		Cuotas de mercado					
1	Bank of America Merrill Lynch	13,29	19,75	27,84	17,35	15,74	14,74
2	JPMorgan	13,15		8,26	13,22	13,9	13,25
3	Citi	10,92		8,09	10,1	6,16	9,72
4	Barclays	8,3	16,4	7,26	11,28	10,49	9,32
5	Morgan Stanley	7,95		11,07	5,88	5,83	7,14
6	Goldman Sachs	7,56		9,69	3,38	7,3	6,73
7	Deutsche Bank	6,44	27,65	3,67	7,6	6,75	6,72
8	Credit Suisse	5,53		2,22	7,5	7,52	6,28
9	RBS	4,08	27,65	0,73	7,95	7,58	5,54
10	Wells Fargo Securities	5,45		2,58	4,58	2,75	4,68

ASIA (2003-2013)							
Pos	Bookrunner	Bonos corporativos	Cédulas hipotecarias	Medium - term note	ABS	MBS	Total
		Cuotas de mercado					
1	Mizuho	4,84		0,98	5,65	10,88	5,45
2	Nomura	4,78		0,32	2,19	11,08	5,24
3	Daiwa Securities	4,27		5,18	3,79	10,74	4,89
4	Morgan Stanley	3,55		1,77	0,96	7,58	3,79
5	CITIC Securities	3,69			1,21		3,16
6	Mitsubishi UFJ Financial Group	2,63		3,37	2,86	6,5	3,03
7	Goldman Sachs	2,57		0,31	0,29	6,67	2,84
8	China International Capital Corp	3,07			0,71	0,06	2,61
9	Bank of China	2,67			0,09		2,24
10	Sumitomo Mitsui Financial	2,27		1,4	1,13	2,48	2,22

Fuente: Dealogic y elaboración propia.

V. EL NUEVO CONTEXTO PARA LOS BOOKRUNNERS TRAS LA CRISIS ECONÓMICA

Superados los momentos más difíciles de la crisis financiera y bancaria reguladores, profesiona-

les y académicos además de apuntar las causas de la crisis y analizar sus consecuencias también han ahondado en el nuevo panorama que se abre a continuación. Los hechos ocurridos durante la crisis financiera han llevado a poner el foco de atención en los mercados

financieros europeos como fuente de financiación alternativa. Así, el actual presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, ha señalado la necesidad prioritaria de crear junto con la Unión Bancaria una unión de mercados de capitales (*Capital Market Union*,

CMU) (2). La integración económica y monetaria lograda en el seno de la Unión Europea y la zona del euro fue crucial en el pasado para facilitar el establecimiento de los mercados de capitales en Europa (3), pero la persistencia de obstáculos legales y de restricciones sobre la demanda y la oferta dificultan actualmente el avance en la consolidación e integración real de dichos mercados.

En conclusión, a raíz de la crisis los mercados financieros han atraído un interés como fuente de financiación con la que lograr estabilidad financiera y un desarrollo económico estable en Europa. Esta situación determina un incremento en el protagonismo de los *bookrunners*, pues su labor de intermediación en los mercados financieros, captando fondos para los emisores que contratan sus servicios, resulta a la postre clave para que dichos mercados se conviertan en una fuente de financiación real y complementaria. Esta nueva circunstancia unida a los cambios que se han venido desencadenando en los mercados y también en la industria lleva a replantearnos el papel de estos intermediarios en un contexto poscrisis.

1. Una industria menos concentrada

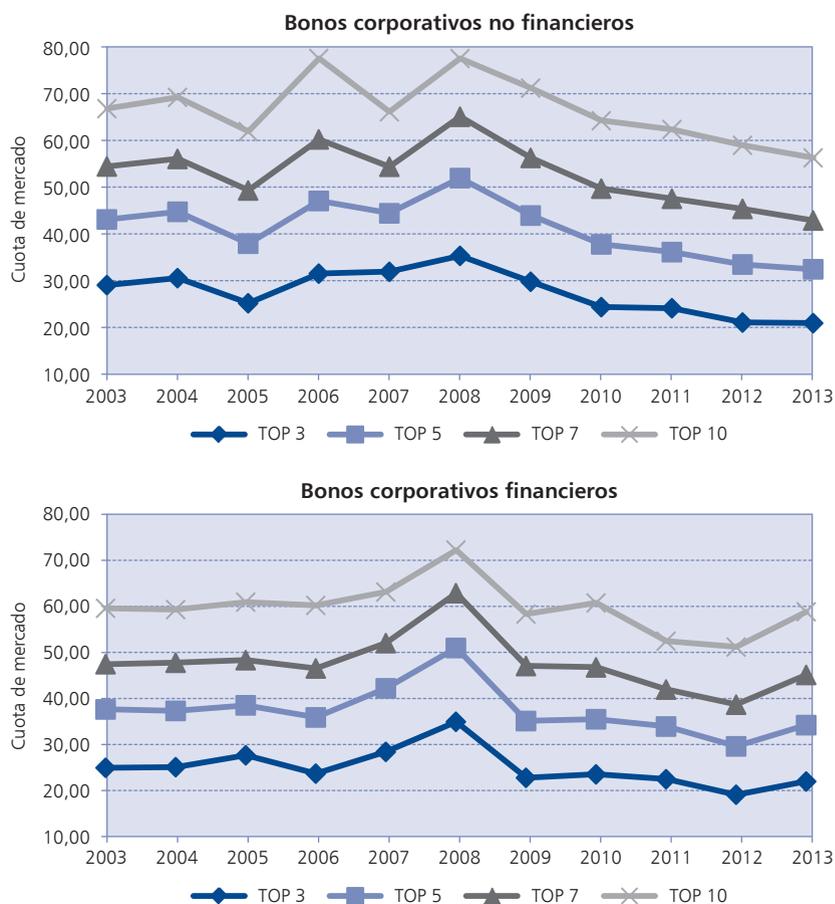
Las cifras anteriores mostraban que la concentración de la industria en Europa es menor que en Norteamérica, si bien la evolución más reciente refleja una industria europea aún menos concentrada. Aunque aquellos *bookrunners* que han liderado en los últimos años los *ranking* de emisiones continúan haciéndolo, su cuota de mercado ha ido cayendo, especialmente tras la crisis financiera. Desde el 2008 el líder europeo por volumen colocado encabeza la lis-

ta con un cuota inferior al 10 por 100, hecho que contrasta con lo que ocurría a principios de la década en la que los integrantes del Top 3 sobrepasaban dicha cuota. Los gráficos 4 y 5 evidencian esta caída paulatina desde 2008 en las cuotas de mercado tanto para emisiones financieras como no financieras de bonos corporativos.

Existen varias razones susceptibles de explicar esta evolución. En primer lugar, una mayor competencia protagonizada por bancos comerciales frente a los tradicionales bancos de inversión, que ha-

bían tenido una elevada presencia en este tipo de actividades. En segundo lugar, la presión política e institucional para que los bancos europeos reorientaran su actividad en la concesión de crédito dejando al margen otras actividades. En tercer lugar, la posibilidad de que en los momentos más difíciles las empresas opten, a modo de recompensa, por designar como *bookrunner* a aquel banco que le ha concedido crédito. Finalmente, la incertidumbre patente durante la inestabilidad financiera también puede haber propiciado que los *bookrunners* hayan op-

GRÁFICOS 4 Y 5
EVOLUCIÓN DE LAS CUOTAS DE MERCADO DE LOS *BOOKRUNNERS*
EN EUROPA DURANTE 2003-2013



Fuente: Dealogic y elaboración propia.

tado por aceptar principalmente colocar emisiones más pequeñas (con menor riesgo) o hacerlo conjuntamente con otros *bookrunners* (*syndicate-placed deal*) repartiéndose el volumen a colocar.

La menor concentración en la industria unida a la presencia de un elevado número de entidades financieras dispuestas a colocar emisiones en los mercados de deuda dibuja un panorama poscrisis caracterizado por una mayor competencia entre *bookrunners* por colocar las nuevas emisiones. La mayor competencia es susceptible de originar cambios capaces de alterar el papel de estos. Así, la competencia puede hacerse notar en los márgenes de las comisiones cobradas (*fees*) si las entidades optan por ajustar dichos márgenes para así atraer negocio. Por otra parte, también es posible que algunas entidades opten por especializarse centrándose en la colocación de determinadas emisiones. Todo ello manteniendo presente la importancia de mantener un elevado capital reputacional. Además, el crecimiento del volumen de negocio en manos de bancos procedentes de la banca comercial parece mostrar que la posibilidad de combinar el *lending* con la de colocación de nuevas emisiones atrae negocio aunque también incrementa el riesgo de los llamados conflictos de interés en la industria.

2. Las emisiones sindicadas

Tradicionalmente, la colocación de una nueva emisión ha sido asumida por un único *bookrunner* (*sole bookrunner deal*) realizando el conjunto de tareas asociadas a la colocación y, por tanto, recibiendo el total de las comisiones pagadas por el emisor. En este tipo de emisión el *bookrunner* asume todo el riesgo asociado a la misma

colocando la totalidad de los títulos por sí mismo. Estas emisiones, dominantes antes del año 2000, han dejado paso a las emisiones sindicadas (*syndicate-placed deals*) en las que el emisor confía la responsabilidad de colocar los títulos a más de un *bookrunner*. Se denominan sindicadas porque se constituye un sindicato ad-hoc de *bookrunners* en el que los miembros se reparten las tareas y las comisiones pagadas por el emisor.

La evolución temporal muestra que las emisiones sindicadas han desbancado a las emisiones no sindicadas como la opción más común. El cuadro nº 4 muestra cómo la proporción de emisiones sindicadas ha ido creciendo en emisiones de bonos no financieros, así como también el tamaño de los sindicatos, es decir, que los sindicatos son cada vez más frecuentes y tienen más miembros. El gráfico 6, que recoge la evolución anual en el número medio de *bookrunners*

CUADRO N.º 4

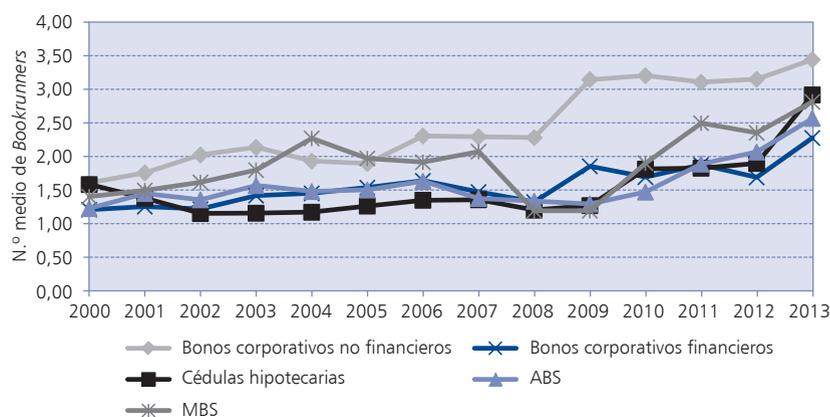
EVOLUCIÓN ANUAL DE EMISIONES SINDICADAS Y EL NÚMERO MEDIO DE *BOOKRUNNERS* EN EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS NO FINANCIEROS DURANTE 2003-2013

	N.º MEDIO DE <i>BOOKRUNNERS</i>	% EMISIONES NO SINDICADAS	% EMISIONES SINDICADAS
2003.....	2.19	34,29	65,71
2004.....	2.00	37,78	62,22
2005.....	1.96	42,02	57,98
2006.....	2.41	31,09	68,91
2007.....	2.47	22,12	77,88
2008.....	2.38	24,43	75,57
2009.....	3.19	9,92	90,08
2010.....	3.26	17,45	82,55
2011.....	3.19	20,85	79,15
2012.....	3.25	18,67	81,33
2013.....	3.65	15,37	84,63

Fuente: Dealogic y elaboración propia.

GRÁFICO 6

EVOLUCIÓN ANUAL DEL NÚMERO MEDIO DE *BOOKRUNNERS* POR TIPO DE TÍTULO DURANTE 2000-2013



Fuente: Dealogic y elaboración propia.

por emisión, refleja para todos los tipos de emisiones este incremento de tamaño, aunque es especialmente significativo para el caso de los bonos corporativos no financieros. Mientras que antes del año 2000 el número medio estaba cercano a uno –por la elevada proporción de emisiones no sindicadas– en los últimos cinco años el número medio de *bookrunners* en emisiones de bonos corporativos no financieros se sitúa por encima de tres. Dicha tendencia positiva en el número de *bookrunners* es aún más pronunciada con la crisis. Entre el año 2008 y 2009 se dio un incremento cercano al 40 por 100 sin que posteriormente dicha situación se haya revertido.

El predominio de emisiones sindicadas unido a un mayor tamaño de los sindicatos determinan un nuevo escenario de trabajo para los *bookrunners*. Las emisiones sindicadas, que por una parte distribuyen el riesgo de la colocación entre los miembros del sindicato, suponen un reto para los *bookrunners* en lo relativo al reparto adecuado de las tareas en el sindicato. El trabajo en equipo y las relaciones creadas entre *bookrunners* durante la sindicación son factores determinantes para alcanzar el éxito en la colocación. No obstante, debe tenerse presente que la mayor competencia llevará a situaciones complejas en los *bookrunners* que trabajan conjuntamente en una emisión sindicada estén simultáneamente compitiendo por colocar otras nuevas emisiones. Estas situaciones pueden forjar un ambiente de competencia y trabajo conjunto donde el papel del *bookrunner* se vea alterado. Pues en la medida en que la sindicación propicie la generación de flujos de información entre los miembros, pueden generarse potenciales comportamientos oportunistas por parte de

algunos *bookrunners* –desarrollando actitudes de *free-riding* (dejarse llevar) o evadiendo su responsabilidad– en el seno de emisiones sindicadas si estos aprecian que en el sindicato les resulta posible minimizar sus esfuerzos sin que su reputación se vea afectada. Por otra parte, surgen dudas en cuanto a un verdadero reparto efectivo de tareas en emisiones muy numerosas donde la presencia de algunos *bookrunners* parece casi testimonial y de cara a la galería.

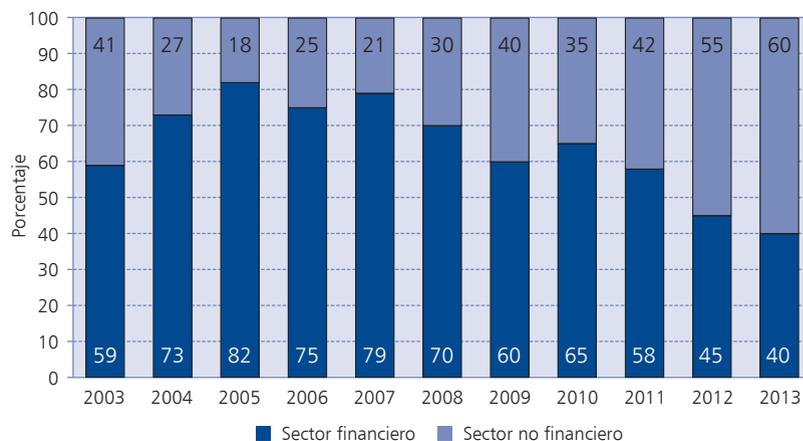
3. Emisores no financieros

Los mercados financieros están abiertos a entidades financieras y no financieras si bien es el sector financiero el que está detrás de un gran volumen de emisiones en dichos mercados. Los datos agregados muestran que tanto la mayor parte de los títulos que se emiten en los mercados primarios como los que se negocian en los mercados secundarios europeos son emitidos por bancos y demás entidades

con actividad financiera. En este sentido, hay que destacar que algunos títulos, por su propia naturaleza, son originados únicamente por entidades de naturaleza financiera como ocurre con las cédulas hipotecarias y los bonos de titulización.

Si bien, recientemente, se observa que la actividad emisora de las empresas no financieras está siendo cada vez más significativa atendiendo al peso de dicho sector en las emisiones de bonos corporativos, el principal instrumento de deuda que emiten tanto empresas financieras como no financieras. El gráfico 7 muestra cómo el volumen de bonos corporativos emitidos por el sector financiero se ha reducido anualmente desde el 2007. Esta tendencia puede explicarse por un proceso llamado desintermediación financiera, en el que unos altos costes del crédito bancario podrían haber llevado a las empresas a financiarse en los mercados financieros. En este sentido, en 2014 el BCE (Banco Central Europeo) ha constatado que en

GRÁFICO 7
EVOLUCIÓN DE NUEVAS EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS EN EUROPA POR ACTIVIDAD DEL EMISOR DURANTE 2003-2013



Fuente: Dealogic y elaboración propia.

términos netos la financiación bancaria de las empresas no financieras se ha encontrado por debajo de su respectiva financiación vía mercados. Por otra parte, la reducción de las emisiones financieras podría estar motivada por las subastas del BCE en los TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*) de 2011, 2012 y 2014 que podrían haber hecho que los bancos sustituyesen su financiación vía mercados por la ofrecida por el BCE.

En cualquier caso, estos datos no se deben interpretar como que las entidades financieras están de salida de los mercados financieros pues para estas, y en especial para los bancos, dichos mercados son esenciales como hemos señalado reiteradamente para su financiación. Lo que sí parece predecible es que no van a repetir el *boom* emisor de cédulas hipotecarias y de bonos de titulización como ocurrió antes de la crisis. Tampoco significa que todo tipo de empresas estén accediendo a dichos mercados, pues la realidad es que los mercados de deuda continúan siendo de difícil acceso para las pequeñas empresas europeas de base local. De la dinámica observada puede extraerse una mayor presencia de emisores no financieros en dichos mercados, que debería ir acompañada de una mayor diversidad si además del energético, automovilístico y de las telecomunicaciones nuevos sectores aumentan su presencia emisora en estos mercados. Todo ello es susceptible de configurar un nuevo marco para los bookrunners. Así, mientras que antes de la crisis los principales emisores, y a la postre sus clientes, eran empresas del propio sector financiero, en la actualidad la presencia de emisores no financieros hará que su cartera de clientes se vea alterada. Los colocadores deberán orientar parte

de sus esfuerzos en atraer emisiones de empresas no financieras, que probablemente accedan por primera vez a los mercados financieros. Ello a la vez que les brinda nuevas oportunidades conlleva mayores esfuerzos para el desempeño de las tareas de generación de información e investigación con las que captar el apetito de los inversores y valorar adecuadamente el precio de los títulos.

VI. CONCLUSIONES

De entre las lecciones aprendidas a raíz de la crisis europea destaca por un lado la fragilidad existente en la financiación de las entidades financieras, pues la incertidumbre y el colapso del mercado interbancario generaron dificultades de financiación y ello falta de liquidez en el sistema. Y, por otra parte, que la única forma de financiación empresarial basada en el crédito bancario (*bank-based model*), con una patente elevada dependencia de la financiación bancaria, ha resultado ser insatisfactoria para numerosas empresas europeas. La incertidumbre existente en el sector bancario tras el estallido de las hipotecas *subprime* desencadenó un colapso del mercado europeo de préstamos interbancarios que en última instancia propició que numerosas empresas vieran como su banco de confianza les cerraba el grifo del crédito. Las entidades financieras, por su parte, vieron como el colapso del mercado interbancario las llevó a recurrir al BCE que con medidas no convencionales trató de proveer de liquidez a las mismas para evitar un colapso global del sistema financiero. Si bien, la fragmentación financiera existente unida a las dificultades por parte del BCE de transmitir sus políticas monetarias determinó que dichas medidas no fuesen totalmente efectivas.

La ocurrencia de tales acontecimientos en la economía europea ha hecho que desde ámbitos políticos, institucionales y académicos se pretenda incidir en configurar un escenario donde los mercados financieros ostenten protagonismo como fuente de financiación. En este sentido, el papel que desempeñen los colocadores para facilitar el acceso de potenciales emisores a los mercados resultará clave, pues su actividad determina en última instancia las condiciones obtenidas en los mismos.

Dicho artículo analiza el acceso a los mercados financieros incidiendo en que dicho acceso ha podido cambiar con la crisis viéndose aumentado el papel de los colocadores. Las cifras muestran que los mercados financieros vuelven a reactivarse en Europa. Además, se aprecian cambios en una industria que ha estado caracterizada por su moderada concentración, la prevalencia de grandes bancos de inversión y el predominio de emisiones no sindicadas originadas por entidades financieras. El nuevo panorama que actualmente empieza a dibujarse muestra una industria menos concentrada y más competitiva, donde emisiones sindicadas con un número elevado de *bookrunners* son la opción más frecuente y con emisores procedentes de sociedades no financieras ocupando el horizonte. Este nuevo contexto comienza a tener efectos en el papel de los colocadores a la hora de afrontar la competencia, la gestión de las emisiones sindicadas y los nuevos emisores. Estos verán cómo su rol aumenta en la medida que los mercados ganan peso a la vez que presenta nuevos retos en la forma en la que estos vienen desempeñando su labor.

NOTAS

(1) Fuente: Dealogic.

(2) Véase *Political Guidelines for the next European Commission, 15 July 2014* (JEAN CLAUDE JUNCKER (<http://www.eesc.europa.eu/resources/docs/jean-claude-juncker---political-guidelines.pdf>))

(3) Véase el Documento de Trabajo de la Comisión Europea del 18 de febrero de 2015 *Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets* (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015SC0013&from=es>)

BIBLIOGRAFÍA

- BEATTY, P., y RITTER, J.R. (1986), «Investment and the Initial Public Offerings», *Journal of Financial Economics*, 15: 213-232.
- BENVENISTE, L.M.; LJUNGVIST, A.; WILHELM, W. J., y YU, X. (2003), «Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services», *The Journal of Finance*, 58: 577-608.
- BOOTH, J.R., y SMITH, R.L. (1986), «Capital raising, underwriting and the certification hypothesis», *Journal of Financial Economics*, 15: 261-281.
- CARTER, R., y MANASTER, S. (1990), «Initial Public Offerings and Underwriter Reputation», *The Journal of Finance*, 45: 1045-1067.
- CHEMMANUR, T.J., y FULGHIERI, P. (1994), «Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation», *The Journal of Finance*, 49: 57-79.
- DRUCKER, S., y PURI, M. (2005a), «On the Benefits of Concurrent Lending», *The Journal of Finance*, 60: 2763-2799.
- (2005b), «On the Benefits of Concurrent Lending», *The Journal of Finance*, LX(6).
- DUARTE-SILVA, T. (2010), «The market for certification by external parties: Evidence from underwriting and banking relationships», *Journal of Financial Economics*, 98: 568-582.
- FANG, L.H. (2005), «Investment Bank Reputation and the Price and Quality of Underwriting Services», *The Journal of Finance*, 60: 2729-2761.
- FERNANDO, C.S.; GATCHEV, V.A., y SPINDT, P.A. (2005), «Wanna Dance ? How Firms and Underwriters Choose Each Other», *The Journal of Finance*, 60: 2437-2469.
- FERNANDO, C.S.; MAY, A.D., y MEGGINSON, W.L. (2012), «The Value of Investment Banking Relationships : Evidence from the Collapse of Lehman Brothers», *The Journal of Finance*, 68: 235-270.
- HEBB, G.M., y FRASER, D.R. (2002), «Conflict of Interest in Commercial Bank Equity Underwriting: Canadian Evidence», *Journal of Banking & Finance*, 26: 1935-1949.
- KOVNER, A. (2012), «Do underwriters matter? The impact of the near failure of an equity underwriter», *Journal of Financial Intermediation*, 21: 507-529.
- LJUNGVIST, A.; MARSTON, F., y WILHELM, W.J. (2006), «Competing for Securities Underwriting Mandates : Banking Relationships and Analyst Recommendations», *The Journal of Finance*, LXI(1): 301-340.
- NEUPANE, S., y THAPA, C. (2013), «Underwriter reputation and the underwriter-investor relationship in IPO markets», *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 24: 105-126.
- SANTOS, J.A.C., y TSATSARONIS, K. (2003), «The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate euro bond underwriting (No. 134)», *BIS Working Paper*.
- SAUNDERS, A., y STOVER, R. D. (2004), «Commercial bank underwriting of credit-enhanced bonds: are there certification benefits to the issuer?», *Journal of International Money and Finance*, 23: 367-384.
- SCHENONE, C. (2004), «The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing», *The Journal of Finance*, 59: 2903-2957.
- SUZUKI, K. (2010), «Do the equity holding and soundness of bank underwriters affect issue costs of SEOs?», *Journal of Banking & Finance*, 34: 984-995.
- YASUDA, A. (2007), «Bank relationships and underwriter competition: Evidence from Japan», *Journal of Financial Economics*, 86: 369-404.