

La emisión de eurobonos en paraísos fiscales en el período 2004-2012

Eurobond emission in tax havens in the period 2004-2012

José Manuel Guaita Martínez,¹ María Luisa Martí Selva², Rosa María Puertas Medina³

¹ Doctor en Economía, Director del Master Universitario en Administración y Dirección de Empresas – MBA, Universidad Internacional de Valencia -VIU, España, josemanuel.guaita@campusviu.es

² Doctora en Ciencias Económicas y empresariales, profesor contratado doctor, Universitat Politècnica de Valencia, España, mlmarti@esp.upv.es

³ Departamento Economía y Ciencias Sociales, Universidad Politécnica de Valencia, España, rpuestas@esp.upv.es

Recibido: Septiembre 23 de 2016 - Aceptado: Octubre 4 de 2016

<http://dx.doi.org/10.18566/puente.v10n2.a10>

Resumen— El objetivo del artículo es analizar el papel que han jugado los paraísos fiscales concretamente en el mercado de eurobonos, a partir de las emisiones a tipo fijo realizadas en el periodo 2004-2012, teniendo en cuenta los efectos de la crisis financiera en el citado mercado. En un contexto totalmente en recesión, se tratará de demostrar si en un ambiente de incremento de control de los mercados internacionales por parte de las autoridades monetarias más relevantes ha aumentado la emisión de eurobonos en paraísos fiscales como búsqueda de refugio en mitad de la “tormenta financiera” o por el contrario ha disminuido su presencia debido a una mayor presión de los bancos centrales de los países más relevantes y las autoridades internacionales. El estudio se centra en el sector financiero por su mayor participación en la emisión de eurobonos e intervención de los paraísos fiscales. En el periodo antes de la crisis se observa un mayor número de emisiones en paraísos fiscales pero sin llegar a desaparecer durante la crisis.

Palabras Claves— Crisis financiera, eurobonos, mercado financiero internacional, paraísos fiscales, rating.

Abstract— The aim of the paper is to analyze the role that tax havens have played particularly in the Eurobond market since the fixed rate emissions in the period 2004-2012 taking into account the effects of the financial crisis on this market.

In a context entirely in recession, this paper aims to show whether in an environment of increased control of international markets by the relevant monetary authorities, the issuance of Eurobonds in tax havens has increased seeking refuge in the middle of the "financial storm" or conversely its presence has decreased due to increased pressure from the central banks of the relevant countries and international authorities. The study focuses on the financial sector due to its greater participation in the issuance of Eurobonds and intervention of tax havens. In the period before the crisis more emissions in tax havens were observed, however this situation has not stopped during the crisis.

Key words: Eurobonds, rating, tax haven, financial crisis, international financial market

I. INTRODUCCIÓN

Los paraísos fiscales se han convertido en el territorio natural del mercado de eurobonos, un mercado internacional que se encuentra en la frontera de eficiencia en relación con los spreads conseguidos en las emisiones de los años de la crisis financiera del siglo XXI [1]. Un mercado que roza la competencia perfecta y que se fundamenta en el propio origen del eurobono como activo financiero libre de marco normativo de un país concreto.

El objetivo principal del artículo es analizar y verificar si realmente, en un entorno de máxima incertidumbre y alto riesgo financiero que ha supuesto la crisis iniciada en el 2008, la tesis de la búsqueda de una financiación fuera de los mercados regulados nacionales ha supuesto un crecimiento de las emisiones de eurobonos en los paraísos fiscales, o si por el contrario, se ha reducido su número de emisiones por el mayor control financiero global, incidiendo todas las medidas anti-paraísos fiscales con un mayor afán recaudatorio y de serio control por parte de las autoridades monetarias centrales.

Se trata de analizar la repercusión que ha tenido la crisis económica y financiera iniciada en 2008 en las emisiones de eurobonos a tipo fijo en los paraísos fiscales. El 2008 ha sido un año de inflexión del mercado de eurobonos, la crisis financiera iniciada por la caída de Lehman Brothers, gestada un año antes en EEUU, y la crisis de las hipotecas subprime llevo a mínimos las emisiones en dicho mercado. Cuando surgieron voces que vislumbraban la desaparición del propio mercado, fue a partir del 2010 donde se produjo un cambio de ciclo, realizándose un incremento de nuevos emisores y divisas que han mostrado la actual realidad económica mundial con los nuevos roles de los emisores emergentes, destacando los emisores chinos y emisiones en renminbis chinos sin precedentes hasta estos años y todo ello, unido a una oleada de privatización en los sectores de los bancos, finanzas, energía, comunicaciones, etc. [2].

Este trabajo requiere, en una primera etapa, la elaboración de una base de datos correspondiente a las emisiones del mercado primario de eurobonos a tipo fijo, siendo títulos concernientes a emisores emergentes, de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y de paraísos fiscales, utilizando para ello la información suministrada por Bloomberg. En una segunda etapa, se filtrarán dichas emisiones para realizar el análisis de eficiencia, incluyendo aquellos emisores que han emitido en cada uno de los dos períodos de estudio y además se dispone de información relativa a todas las variables necesarias para el análisis empírico.

En última instancia se han separado aquellas emisiones realizadas en los paraísos fiscales, diferenciando por países y periodos, 2004-2008 antes de la crisis y 2009-2012 durante la crisis, realizando un análisis comparativo de ambos períodos.

La importancia fundamental de este trabajo reside en analizar y constatar si la crisis financiera ha desembocado en medidas correctoras por parte de las autoridades monetarias evitando las emisiones en paraísos fiscales que conllevan la evasión de impuestos y el anonimato de los inversores, facilitando el blanqueo de capitales. Un aumento de las emisiones supondría un fracaso del control de las medidas aplicadas en los mercados financieros.

II. APROXIMACIÓN TEÓRICA: EL MERCADO DE EUROBONOS COMO ECOSISTEMA NATURAL DE LOS PARAÍSO FISCALES

La crisis actual puede ser estudiada desde muchos puntos de vista e incluso discutir su comienzo exacto a partir de tres acontecimientos: la recesión en Europa (2009), en EEUU (diciembre 2007) y la “imprevisible” caída de Lehman Brothers (a mediados de septiembre de 2008), siendo éste el inicio más consensuado. La difícil situación económica se expande en 2010 con el origen de la crisis de la deuda soberana europea. Surgió en agosto de 2007 y supuso un estrangulamiento del crédito (credit crunch) que permanece hasta la actualidad [3]. Ha sido calificada como una plaga por numerosos economistas, entre ellos Krugman [4], por los daños sistémicos globales causados.

El período pre-crisis supuso una creciente innovación financiera en los mercados de deuda y financiación estructurada, ésta última consistía en agrupar activos para venderlos posteriormente como valores en varios tramos, cada uno de ellos con perfiles de riesgo/rentabilidad distintos [5]. En un entorno de expectativas ilimitadas de beneficios y demanda crecientes, las empresas buscaron financiación en el mercado de eurobonos porque suponía acceso a inversores mundiales y a costes bajos, por ello en el período 2004-2007 se produjo la fase expansiva de emisión de eurobonos. Además, muchos fueron avalados por las agencias de rating con el máximo nivel crediticio, Lehmann Brothers gozaba de

una calificación A un día antes de presentar la quiebra, 15 de septiembre de 2008. Las agencias de rating han sido acusadas desde comienzos de la crisis de 2008 de ser uno de sus agentes responsables, al haber calificado productos o emisores con un alto rating sin realmente corresponderles. En este sentido destacan las iniciativas del G20 y la UE por establecer una regulación estricta de las mismas [6].

La información de los mercados financieros es asimétrica e incompleta convirtiéndose en instituciones irracionales [7] e ineficientes [8]. El mercado de eurobonos, a pesar de la crisis, ha remontado en emisiones y nominales en todas las principales divisas, junto con algunas emergentes como el renminbi chino. Los beneficios potenciales que se obtiene frente a los mercados regulados siguen presentes: acceso a los inversores extranjeros, a mayores importes globales, a mejores precios y a más largo vencimiento.

Los resultados apoyan la noción de que los emisores se benefician de la liquidez y la diversificación de los grandes mercados offshore, realizándose emisiones en paraísos fiscales. La situación financiera ha evolucionado en una crisis de deuda soberana que ha transformado el concepto de eurobono dándole un significado totalmente distinto al que en este trabajo se va a considerar. El término eurobono utilizado en el trabajo cuenta con casi 50 años de vida. Han sido creados para financiarse en los mercados offshore o mercados no regulados por la normativa de algún país concreto. Reúne a emisores de alta calidad de todo el mundo, de diferentes sectores económicos con inversores de todo tipo. Esa carencia de regulación le proporciona una ventaja comparativa con respecto al resto de bonos [9].

Partiendo de la definición de García y Jannone [10] los eurobonos son emisiones de bonos denominadas en una moneda diferente a la del país de lanzamiento, estando sujetos a una documentación estándar aceptada internacionalmente. Su colocación se realiza de forma simultánea en los mercados de al menos dos países, y son distribuidos frecuentemente a través de un sindicato de instituciones financieras de varios países. Los costes de emisión de los eurobonos y su aseguramiento han disminuido más rápidamente que las emisiones de los bonos extranjeros y domésticos en el mercado estadounidense durante la primera década del siglo XXI [11].

Esta regulación y fiscalidad domésticas que afectan a estos títulos hacen que sean los eurobonos el objeto de investigación en este trabajo por acercarse en mayor medida a un universo de competencia perfecta, un mercado regulado sólo por la oferta y la demanda. Siguiendo a [12], los eurobonos son idóneos para el análisis de eficiencia por tres razones fundamentales:

- Se emiten en cantidades relativamente grandes en un mercado altamente competitivo y abierto a diferentes tipos de inversores (sobre todo los institucionales) de distintos países.

Esto mejora la liquidez y reduce al mínimo el riesgo de anomalías en los precios.

- El mercado es relativamente no regulado, los inversores no están sujetos a retención en la fuente, y son en su mayoría al portador. Estos factores aumentan la posibilidad de comparar los diferenciales o spreads.

- Están denominados en varias divisas y emitidos por empresas de diversos países, convirtiéndolos en un conjunto de activos más adecuado para evaluar la eficacia y la equidad de las emisiones.

Se trata de un sector perteneciente al mercado internacional de bonos que ha experimentado un considerable crecimiento en el último cuarto del siglo XX. Durante 2001 y 2004 las emisiones se mantuvieron a una media anual superior a 3.000, experimentando un despegue en el 2005 que se acentúa y consolida en los siguientes años, en 2006 se llega casi a 9.000 emisiones y se sobrepasa esta cifra en 2007. La crisis de las hipotecas subprime junto con la caída de Lehman Brothers, hace que las emisiones en eurobonos descienda en el 2008 a unas 5.500, concentradas en los primeros 9 meses del año, y menos de 3.000 en 2009.

A continuación se muestra la evolución temporal del número de emisiones de eurobonos. Ver GRÁFICO 1.

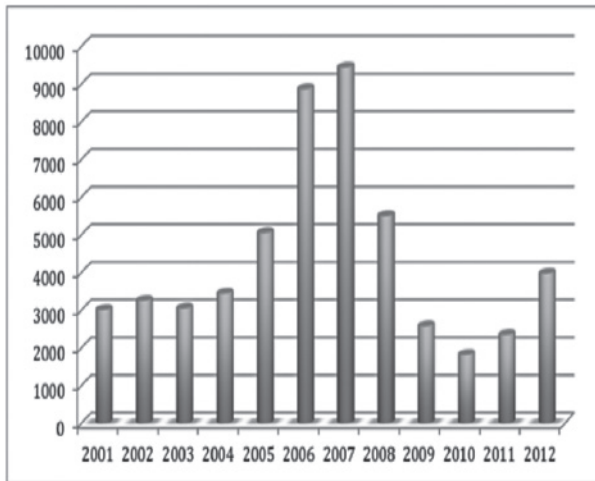


Fig 1. Evolución de número de emisiones de eurobonos
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de bloomberg.

Si se analiza el periodo desde el punto de vista del país emisor, se observa en el Gráfico 2 los llamados “paraísos fiscales” (Suiza, Islas del Canal, Guernesey, Jersey y Luxemburgo), las principales potencias occidentales económicas (Holanda, EE.UU., Alemania, Reino Unido, Irlanda y Australia, así como las grandes potencias asiáticas (Corea del Sur, China, Hong Kong y Japón), destaca también países emergentes como India donde el último año ha vuelto a tasas del periodo de expansión. En total son los países que

acapanan más del 92% de las emisiones de eurobonos en el periodo descrito.

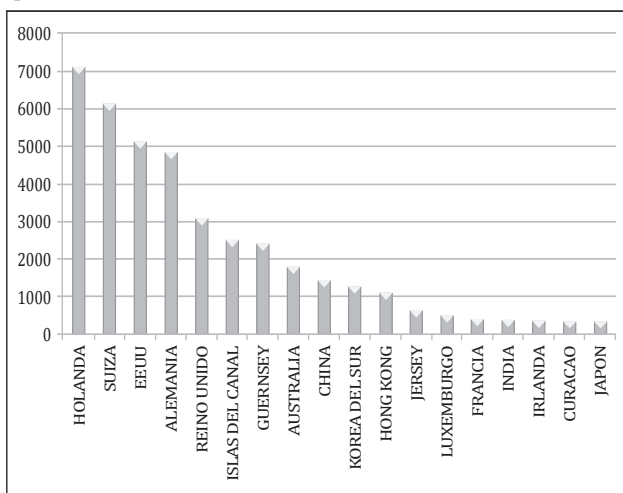


Fig 2. Número de emisiones por países en el periodo
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de bloomberg.

Las ventajas competitivas offshore de los conocidos paraísos fiscales se apoyan en tres principios consolidados en el sistema financiero global, como son la libertad de movimientos de capitales, la competencia fiscal y la carencia de supervisión internacional de los mercados financieros [13]. Se trata de un territorio perfecto para los eurobonos, ya que por definición, se caracterizan por tener una mínima imposición sobre determinados activos financieros, ofrecer una ventajosa legislación comercial y financiera, e incorporar el anonimato a los inversores [14].

Los bancos suizos han sido las instituciones más conocidas y con mayor número de clientes minoristas capaces de gestionar las inversiones en el extranjero. Sus equivalentes en Europa son bancos de Luxemburgo, Liechtenstein y Austria. Éstos se caracterizan por cobrar tasas relativamente altas por sus servicios, con una reputación cuestionable por el rendimiento conseguido pero sí por sus funciones de preservar el capital y la confidencialidad.

La parte de mercado correspondiente al sector privado ha sufrido profundos cambios en los últimos años. Los factores estructurales, tales como la globalización en la industria financiera y el apetito creciente por la diversificación internacional, ha impulsado el mercado de títulos empresariales [15]. Los bonos emitidos en el mercado internacional permiten a las empresas elevar los montantes de las emisiones, fomentando la diversificación y reduciendo los costes [16].

III. METODOLOGÍA Y MUESTRA

El Análisis Envolvente de Datos (Data Envelopment Analysis, DEA) es una técnica no paramétrica que permite medir la eficiencia relativa de unidades homogéneas. Este

método es uno de los más utilizados en presencia de múltiples inputs y outputs para determinar cuáles son las mejores observaciones a través de la comparación de cada una con todas las combinaciones lineales posibles de las variables del resto de la muestra, pudiendo definir posteriormente con ellas una frontera de producción empírica. Así, la eficiencia de cada unidad analizada se mide como la distancia a la frontera.

Siguiendo al trabajo pionero de Farrell [17], el modelo DEA fue desarrollado por Charnes, Cooper y Rhodes [18], con el objetivo de encontrar el conjunto óptimo de pesos que maximicen la eficiencia relativa (h_0) de la empresa evaluada, definida ésta como el cociente entre la suma ponderada de outputs e inputs, sujeto a la restricción de que ninguna otra empresa puede tener una puntuación de eficiencia mayor que la unidad usando los mismos pesos. En concreto, el problema de programación lineal original basado en la orientación input y con rendimientos constantes de escala es el siguiente:

$$\text{Max}_{u,v} h_0 = \frac{\sum_{r=1}^s u_r * y_{r0}}{\sum_{i=1}^m v_i * x_{i0}} \quad (1)$$

$$\text{s.a. } \frac{\sum_{r=1}^s u_r * y_{rj}}{\sum_{i=1}^m v_i * x_{ij}} \leq 1$$

$$u_r, v_i \geq 0$$

Donde:

x_{ij} : cantidades de input i ($i=1,2,\dots,m$) consumidos por la j -ésima emisión de eurobonos realizada

x_{i0} : cantidades de input i consumidos por la emisión de eurobonos evaluada

y_{rj} : cantidades de output r ($r=1,2,\dots,s$) producidos por la j -ésima emisión de eurobonos realizada

y_{r0} : cantidades de output r producidos por la emisión de eurobonos evaluada

u_r : pesos de los outputs

v_i : pesos de los inputs

Sin embargo, en el estudio se ha resuelto el problema dual correspondiente al modelo (1) linealizado, porque de esta forma el número de variables es mayor que el de las restricciones. Esto supone como limitación que no se conocen directamente las ponderaciones de los inputs y los outputs considerados.

La medida de eficiencia está comprendida entre los valores 0 y 1, siendo su interpretación la siguiente:

- Si $h_0=1$, la emisión es eficiente con relación a las otras y , por tanto, estará situada en la frontera de producción.

- Si $h_0<1$, otra emisión es más eficiente que la analizada.

Esta investigación tiene como valor añadido importante, en el ámbito de los estudios del mercado de eurobonos, la elaboración de una base de datos meticulosamente procesada y filtrada que permitirá determinar la eficiencia del mercado a

partir de una función de producción. La fuente de información primaria han sido los datos suministrados por Bloomberg Finance L.P., se ha partido de un universo de 575.931 emisiones de todas clases de bonos y se ha realizado un primer filtrado que ha ofrecido una muestra original de 32.478 emisiones de eurobonos pertenecientes a distintos sectores (Gráfico 3).

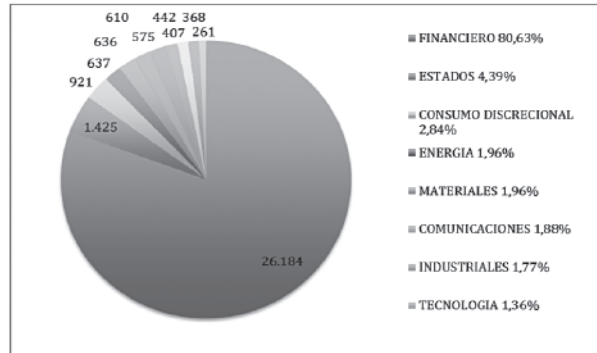


Fig 3. Emisiones de eurobonos por sectores (2004-2012)
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de bloomberg.

La importancia del sector financiero queda reflejada en el Gráfico 3 donde se muestra las emisiones (32.478) clasificadas por sectores. Los criterios de selección de las emisiones utilizadas en la parte empírica han sido los siguientes:

- Emisores constantes en el mercado, es decir, haber realizado al menos una emisión por año en cada uno de los periodos analizados (2004-2008 y 2009-2012). De esta forma se han eliminado aquellos emisores “intermitentes” del mercado que podrían llegar a distorsionar los resultados.

- Las emisiones debían obtener una calificación crediticia por la agencia Moody’s, suprimiendo aquellas que no la tenían pues no se podía valorar la capacidad de pago del emisor.

- Se debía conocer la duración de la emisión. En ciertas emisiones por errores o falta de datos no se conocía sus fechas de emisión o vencimiento.

- Obtener un tipo de rendimiento de referencia para calcular el spread de la emisión.

Una vez filtradas las emisiones según los criterios anteriores, se ha obtenido una muestra de 12.490 emisiones para el periodo 2004-2012. En los años 2004-2008 aparecen 10.997 emisiones y 1.493 entre 2009-2012 como se observa en la Tabla I, produciéndose un descenso en las mismas proporciones referentes a los montantes emitidos. Este número se considera suficiente para llegar al objetivo de la caracterización de los eurobonos desde el punto de vista de la eficiencia.

I. TABLA
EMISIONES CLASIFICADAS POR SECTORES.

Periodos	Energía	Estados	Bancos	Servicios Financieros	Total
2004-2008	28	147	9.969	853	10.997
2009-2012	27	112	1.118	236	1.493
Total	55	259	11.087	1.089	12.490

Fuente: Elaboración propia.

En la muestra se refleja que bancos y servicios financieros son los sectores más afectados por la crisis, poniendo de relieve la opacidad de los balances, la errónea gestión de las posiciones de liquidez, la dificultad de los análisis de riesgo y la incapacidad de promover el crecimiento económico. Esto implica un reconocimiento de las pérdidas, una recapitalización, una restauración de la confianza y el restablecimiento al acceso de los mercados de financiación, incluyendo el mercado de eurobonos. Esta recuperación se observa en este estudio a partir del 2010.

IV. RESULTADOS

El concepto de eficiencia que analiza las emisiones refleja la eficiencia medida a través de la función *input-output*, permitiendo investigar qué *inputs* financieros están consiguiendo emitir de una forma más barata, es decir, más eficiente. Así, se ha determinado que una emisión de eurobonos es eficiente si al fijar un nivel de *inputs* financieros, permite obtener un *spread* de la emisión mínimo. Se considera que el *spread* es la variable clave para reflejar la eficiencia, puesto que indica cuánto le cuesta de más a un emisor financiarse respecto de otros y, según se ha definido la eficiencia, el mayor *spread* de una emisión de eurobonos supone una menor eficiencia para esa emisión.

La idea fundamental que subyace de esta definición de eficiencia en las emisiones de eurobonos es localizar aquellas emisiones que son totalmente eficientes (serían las situadas en una frontera eficiente) y analizar los motivos por las que otras no lo son. Se entiende que dicho enfoque está situado en el contexto donde la eficiencia siempre va a estar caracterizada como una comparación de los valores observados de una empresa, banco o institución en relación al óptimo definido por la frontera.

Las emisiones de eurobonos analizadas han supuesto una caída del 88,7% respecto al periodo 2004-2008, demostrando la inestabilidad de las fuentes de financiamiento de los bancos y la liquidez del mercado. El financiamiento al por mayor que obtenían antes de la crisis financiera mundial, desapareció súbitamente al aumentarse la tensión del mercado [19], volviéndose extremadamente caros, o directamente sin emisiones, tal y como se va a comprobar en el análisis de eficiencia en el último punto de este capítulo [20].

- Sector bancos en el período 2004-2008

El resultado de eficiencia para los emisores de este sector se concreta en 19 eficientes de las 5.365 consideradas en la muestra, suponiendo un 0,35% del universo analizado.

Es el sector con mayor número de emisiones realizadas en paraísos fiscales en los dos periodos analizados. Se encuentran clasificadas por países en la Tabla II.

TABLA II.
EMISIONES DEL SECTOR BANCOS CLASIFICADAS POR PAÍSES (2004-2008).

Países Desarrollados	Nº Emis.	% Total	Eficientes	% Efic.	Efic./Total
Guerneseý	1.429	26,64	12	63,16	0,84%
Hong Kong	13	0,24	2	10,53	15,38%
Islas Caimán	972	18,12	1	5,26	0,10%
Luxemburgo	5	0,09	2	10,53	40,00%

Fuente: Elaboración propia.

Destacan los 2.946 eurobonos de Suiza en primer lugar, y el grupo Guerneseý con 1.429 y las Islas Caimán con 972, por tener un demostrado papel de paraíso fiscal. Las fuentes de financiación en este período son otras para las entidades financieras (mercado interbancario, ampliaciones de capital, bonos y obligaciones...), donde el acceso no está limitado dentro de un período de crecimiento económico. La media de las emisiones realizadas se encuentra entorno a los 18 millones \$USA.

A continuación, se expone en la Tabla III las emisiones realizadas por emisor y país.

TABLA III.
EMISIONES DEL SECTOR BANCOS CLASIFICADAS POR ENTIDADES (2004-2008).

País	Entidad	Nº Emis.	Spread	Mill. \$USA	Duración
Islas Caimán	Bank Vontobel Caiman	972	736	44,7	1,1
Guerneseý	Bank Sarasin CI LTD	457	653	14	1,4
	Banque Cantonale Vaudoise	278	1042	42	1,2
	Zuercher Kantonalbank FG LTD	694	732	34,6	1
	Total Guerneseý	1.429	809	30,2	1,2
Hong Kong	Bank of East Asia LTD	10	124	9,4	1,4
	Industrial & Commercial Bank of China Asia LTD	3	34	57,7	3

	Total Hong Kong	13	79	33,6	2,2
Luxemburgo	Bank of Moscow OJSC via Kuznetski CAPITAL	5	336	341,2	6,1
Suiza	Bank Julius Baer & Co LTD	690	772	17,8	1,1
	Credit Suisse AG	603	792	13,1	1,4
	UBS AG	1.653	723	20,5	1,4
	Total Suiza	2.946	762	17,1	1,3

Fuente: Elaboración propia.

Las características de las emisiones eficientes son las siguientes:

- Las emisiones son realizadas en euros por los bancos ubicados en las Islas Caimán y Guernesey más un banco suizo, el franco suizo con 5 emisiones y ubicadas en Guernesey por un banco de capital suizo.
- Siete entidades han realizado por lo menos una emisión eficiente con un banco de Hong Kong, 1 luxemburgués (de capital ruso), 2 suizos, 1 de las Islas Caimán y 2 pertenecientes a las Islas del Canal (Guernesey).
- Salvo 2 eurobonos, el resto son de carácter privado, es decir, de una cantidad inferior a 100 millones de dólares, éstos corresponden al mismo emisor "Bank of Moscow OJSC", y tienen una duración de 5 y 5,5 años, ambos en \$USA.
 - Sector bancos en el período 2009-2012

El resultado de eficiencia para los bancos se concreta en 19 emisiones eficientes, Hong Kong y Suiza en el grupo de los paraísos fiscales, tal como se muestra en la Tabla 4.

TABLA IV.
EMISIONES DEL SECTOR BANCOS CLASIFICADAS POR PAÍSES (2009-2012).

Países Desarrollados	Nº Emis.	% Total	Eficientes	% Efic.	Efic./Total
Hong Kong	198	56,41	13	68,42	6,57%
Suiza	153	43,59	6	31,58	3,92%
Total	351	100	19	100	

Fuente: Elaboración propia

En este período se emite un 89,8% menos que antes de la crisis con cuatro emisores menos, pasando de 22 a 18. Se observa que Hong Kong aparece con fuerza pasando de 286 a 198 emisiones, Es apreciable una desaparición de todos los paraísos fiscales menos Hong Kong y Suiza. Destacable es el descenso en emisiones de los bancos suizos pasando de 2.946 en el primer período a 153.

La emisiones eficientes se caracterizan por tener una duración inferior o igual a 10 años y por haber, por primera vez eurobonos en la frontera emitidas en yuanes chinos por parte de las 2 entidades de Hong Kong, además de dólares Hong Kong, como se muestra en los detalles de las divisas.

TABLA V.
EMISIONES DEL SECTOR BANCOS CLASIFICADAS POR ENTIDADES (2009-2012).

País	Entidad	Nº Emis.	Spread	Mill. \$USA	Duración
Hong Kong	China Citic Bank International Ltd	43	49	39,4	1,1
	Industrial & Commercial Bank of China Asia Ltd	155	-15	32,0	0,7
	Total Hong Kong	198	-1	33,6	0,8
Suiza	Credit Suisse AG	31	734	145,5	2,4
	UBS AG	122	1.169	112,2	1,2
	Total Suiza	153	1.081	118,9	1,4

Fuente: Elaboración propia.

Según se puede observar en la Tabla V, la eclosión de los eurobonos emitidos en Hong Kong, 198 emisiones frente a las 13 del periodo anterior, muestra la importancia adquirida por esta plaza en el mundo financiero como puerta a los mercados internacionales de China. Comienzan a haber eurobonos eficientes en yuanes chinos con spreads negativos y eurobonos eficientes en dólares Hong Kong.

El marco de Basilea III basado en un ámbito regulatorio que busca la solidez de los balances de los bancos y su resistencia a shocks económicos apoya la idea de una mayor eficiencia futura en las emisiones de eurobonos de las entidades financieras (CBSB, 2010).

- Resultados en el sector financiero

El sector financiero incluye todas las compañías que, aún realizando funciones de bancos como intermediarios financieros, sus principales actividades están dirigidas a finanzas comerciales, de consumo, servicios financieros, seguros de vida, seguros de propiedad y daños y los servicios inmobiliarios.

- Sector financiero en el periodo 2004-2008

Todas las emisiones realizadas por el sector financiero en este periodo corresponden a los países desarrollados, como se plasma en la Tabla VI. Se observa que el 91,4% de las emisiones se realizan en paraísos fiscales aunque sólo el 56,2% de las eficientes pertenecen al citado grupo de países. La idea de que emitir en un paraíso fiscal conlleva un mejor precio (o menor coste) no se traduce en la realidad, estas entidades tienen como propósito principal tener su residencia

legal por temas fiscales, de regulación y contable (Rodríguez, 2012).

**TABLA VI.
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO
CLASIFICADAS POR PAÍSES (2004-2008).**

Países	Nº Emis.	% Total	Eficientes	% Efic.	Efic./Total
Islas Caimán	23	2,95	3	16,67	13,04%
Curasao	52	6,67	0	0	0
Suiza	705	90,38	15	83,33	2,13%

Fuente: Elaboración propia

Si se desglosa por emisor, como muestra la Tabla VII, se observa que las emisiones eficientes se caracterizan por su localización mayoritaria en Suiza, alcanzado el 90,38% de las mismas y por tener un spread muy alto, con una media de 873 pb, siendo el emisor “Clariden Leu Ltd.” y su divisa más frecuente es el dólar americano.

**TABLA VII.
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO
CLASIFICADAS POR ENTIDADES (2004-2008).**

País	Entidad	Nº Emis.	Spread	Mill. \$USA	Duración
Islas Caimán	Bear Stearns Global Asset Holding Ltd	23	63	14,3	5,5
Curasao	Société Generale Acceptance NV	52	781	15,2	1,4
Suiza	Clariden Leu Ltd.	705	855	28,4	1,0
	Total	803			

Fuente: Elaboración propia

- Sector financiero en el período 2009-2012

El resultado de eficiencia para los emisores del sector financiero se traduce en 183 eficientes. Todas las realizadas por el sector financiero en este periodo corresponden a países desarrollados y conforman un 77,5% del total. Pertenecen a EEUU, Guernesey, Países Bajos, Irlanda y Reino Unido tal como se muestra en la Tabla IX. Destacan las emisiones realizadas en Guernesey, un 83,47% por su carácter de paraíso fiscal.

**TABLA VIII.
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO
CLASIFICADAS POR PAÍSES (2009-2012).**

Países Desarrollados	Nº Emis.	% Total	Eficientes	% Efic.	Efic./Total
Guernesey	197	100	173	100	87,82%

Fuente: Elaboración propia

Como se muestra en la tabla 8, se caracterizan por un elevado grado de eficiencia (87,82%), emitidas en Guernesey

y con un spread muy alto. Los eurobonos son privados, es decir, de menos de 100 millones de \$USA.

En la Tabla IX se observan las emisiones realizadas por cada compañía del sector financiero con las principales características:

**TABLA IX.
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO
CLASIFICADAS POR ENTIDADES (2009-2012).**

País	Entidad	Nº Emis.	Spread	Mill. \$USA	Duración
Guernesey	EFG International Finance Guernsey Ltd	197	1.127	18,0	1,1
	Total	197			

Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, se han emitido un 24,5% de las realizadas en el período anterior, pasando de 803 emisiones a 197. Por países, han desaparecido los paraísos fiscales como las Islas Caimán o Curasao y se han sustituido por Guernesey, donde se realiza el mayor número de emisiones en este período bajo la compañía “EFG International Finance Guernesey” con altos spreads, bajos importes y duración de corto plazo. No aparece ninguna compañía suiza.

La aparición de emisiones no eficientes, es decir, que no se encuentran en la frontera de eficiencia vienen condicionadas tanto por los equipos de estructuración de las emisiones como por las influencias de las variables financieras y económicas que envuelve a cada emisor y cada país. Es un mercado cercano a la competencia perfecta, pero no es un mercado perfecto, ni por parte de la oferta ni por parte de la demanda.

V. CONCLUSIONES

La realización del estudio ha requerido la elaboración de una base de datos de eurobonos a tipo fijo a partir de la información facilitada por un terminal financiero como fuente primaria (Bloomberg), obteniendo 32.478 emisiones pertenecientes a los años 2004-2012. Seguidamente se ha dividido el periodo analizado en dos, 2004-2008 (antes de la crisis) y 2009-2012 (durante la crisis), seleccionando las empresas que han realizado emisiones todos los años de cada periodo, quedando una muestra de 12.490 emisiones, 10.997 antes de la crisis y 1.493 durante la crisis y por último se ha realizado un filtrado quedando aquellas emisiones realizadas en paraísos fiscales, alcanzando un número de 6.716 emisiones en paraísos fiscales para los dos periodos.

Dicha aplicación es una de las aportaciones más notables del trabajo realizado, al no conocerse estudios precedentes realizados para el periodo analizado en el mercado de eurobonos relacionados con los paraísos fiscales.

Los resultados muestran una ruptura en el mercado de eurobonos a raíz de la crisis financiera pasando de 6.168

emisiones en el período 2004-2008 a 548 emisiones en el período 2009-2012. El número de emisiones en paraísos fiscales baja más de un 90% aunque en el sector de los servicios financieros subieron en eficiencia.

Se produce un descenso pronunciado de los emisores situados en paraísos fiscales, pasando de 5.365 a 351 en el sector bancos y de 803 a 197 en el sector finanzas. Con este trabajo queda completamente demostrado que en el mercado de eurobonos se produce un descenso de las emisiones en paraísos fiscales. La crisis se propaga con fuerza más allá de las fronteras mediante los canales creados por la globalización financiera, entre ellos, los propios paraísos fiscales, a pesar de la defensa de los intereses de los grandes bancos y firmas financieras de todos los mecanismos que los hacen posible.

Se puede afirmar que las medidas anti-paraísos fiscales han producido un efecto deseado, alejándose los emisores de unos mercados que ofrecen por sus características de anonimato y mercado internacional, junto con la exención de impuestos un atractivo que está perdiendo en fuelle a raíz de la crisis financieras. Un cambio de modelo se está produciendo, sin lugar a duda, en las finanzas internacionales.

Este trabajo se puede considerar un principio de estudio para las emisiones en paraísos fiscales para años posteriores intentando abrir una línea de investigación dirigida al control del blanqueo de capitales, la evasión fiscal y la recuperación de los mercados financieros internacionales.

REFERENCIAS

- [1] Martínez, J. M. G., Selva, M. L. M., & Medina, R. M. P. (2016). Análisis de la eficiencia en el mercado de eurobonos antes y durante la crisis económica (2004-2012). *Journal of Innovation & Knowledge*, 1(2), 81-90.
- [2] Guaita Martínez, J. M., Martí Selva, M. L., & Puertas Medina, R. (2015). Impacto de la crisis en el mercado de eurobonos: 'rating' y nuevos emisores asiáticos. *Harvard Deusto Business Research*, 4(2), 73-86
- [3] Carrillo, J. (2011). Cuatro años de estrangulamiento crediticio y dos de euro-crisis. *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, n. 3018, pp. 27-38.
- [4] Krugman, P. (2008). *The Return of Depression on Economics and the Crisis of 2008*. Norton & Company. New York.
- [5] BPI (2005). *The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications*. Comité sobre el Sistema Financiero Global. Enero.
- [6] Martel, M. y Mayor, J. (2011). Las agencias de rating y la crisis financiera de 2008: ¿El fin de un poder sin control?. *Revista Criterio Libre*, v. 9, n. 14, p. 127-160.
- [7] Eichengreen, B. (2009). *Qué hacer con las crisis financieras*. México D.F., Fondo de Cultura Económico.
- [8] De la Dehesa, G. (2000). El papel de los mercados financieros en la autoalimentación y contagio de las crisis financieras. *Moneda y crédito*, v. 210, p. 11-58.
- [9] Melnik, A. y Plaut, S. (1998). Credit quality, the intensity of regulation and the segmentation of debt market. *Research in Economics*, v. 52, n. 4, p. 431-449.
- [10] García, L. y Jannone, N. (1999). La deuda autonómica en los mercados de capitales. Editorial Civitas.
- [11] Peristiani, S. y Santos, J. (2010). Has the US bond market lost its edge to the eurobond market?. *International Review of Finance*, v. 10, n. 2, p. 149-183.
- [12] Altman, E., Resti, A. y Sironi, A. (2004). Default recovery rates in credit risk modeling: a review of the literature and empirical evidence. *Economic Notes*, v. 33, n. 2, p. 183-208.
- [13] Vigueras, J. (2013). Los paraísos fiscales, plataformas de los mercados financieros. *Boletín del Centro de Documentación Hegoa*, n. 36, p. 1-12.
- [14] Gonzales, J. L. P. (2016). Los paraísos fiscales como herramienta de planificación tributaria (Doctoral dissertation, Universidad de Sevilla).
- [15] Morillas, E. y García, R. (2012). Pinchazo de la burbuja de crédito: una crisis financiera internacional y demasadas expectativas no cumplidas. *Revista Icade. Publicación de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, n. 79, p. 27-41.
- [16] Miller, D. y Puthenpurackal, J. (2005). Security fungibility and the cost of capital: Evidence from global bonds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 40, n. 4, p. 849-872.
- [17] Farrell, M. J. (1957). The measurement of productive efficiency. *Journal of Royal Statistical Society*, n. 120 (A), p. 253-281.
- [18] Charnes, A., Cooper W.W. y Rhodes E. (1978). Measuring the efficiency of decision making unit. *European Journal of Operation Research*, n. 2, p. 429-444.
- [19] Ivashina, V. y Scharfstein, D. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial economics*, v. 97, n. 3, p. 319-338.
- [20] Kapan, T. y Minoiu, C. (2013). La solidez del crédito: la solidez de los balances contribuye a que los bancos mantengan el crédito a la economía en momentos de crisis. *Finanzas y desarrollo: publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial*, v. 50, n. 3, p. 52-55.

BIOGRAFÍA



José Manuel Guaita Martínez.

PhD en Economía por la Universidad Politécnica de Valencia. Profesor y Director de los Grados de Administración y Dirección de Empresas y del Master Universitario de Administración y Dirección de Empresas de la Universidad Internacional de Valencia. Vicerrector de Relaciones Institucionales de la VIU. Su investigación se centra en temas referentes a mercados financieros internacionales, Eficiencia y Economía del Deporte. Es miembro del Grupo de Investigación “Garum” de la VIU.



Mª Luisa Martí Selva.

PhD en Ciencias Económicas y Empresariales. Profesor Contratado Doctor de la Universidad de Politécnica de Valencia. Profesora de Economía Aplicada del Departamento de Economía y Ciencias Sociales. Su investigación se centra en temas referentes a: Comercio Internacional, Eficiencia, Input-Output y Logística. Es miembro del Grupo de Economía Internacional (<http://www.upv.es/contenidos/GEL/>)



Rosa Puertas Medina.

PhD en Ciencias Económicas y Empresariales. Titular de Universidad de la Universidad de Politécnica de Valencia. Profesora de Economía Aplicada del Departamento de Economía y Ciencias Sociales. Su investigación se centra en temas referentes a: Comercio Internacional, Eficiencia, Input-Output y Logística. Es miembro del Grupo de Economía Internacional (<http://www.upv.es/contenidos/GEL/>).