

## INTRODUCCIÓN.

1. No es preciso ser un especialista en temas económicos o jurídicos para sentirse atraído por un fenómeno de dimensiones tan exorbitantes respecto de las habitualmente manejadas por el profano cual es el de las finanzas internacionales. Como dice J.M0. LÓPEZ ARCAS, “el conocimiento básico de la forma de operar de los mercados financieros ha de formar parte de la cultura económica general que los ciudadanos de cualquier país desarrollado debe poseer”<sup>1</sup>.

Sin embargo, pocas cosas más trascendentes para la comprensión de nuestro mundo producen mayor perplejidad que ese gran bazar internacional del dinero. De ahí que, a mi juicio, convenga realizar un esfuerzo por divulgar algunos aspectos de la disciplina jurídica de esta realidad, aunque sea desde planteamientos circunscritos a un sector concreto del ordenamiento español, en este caso, al D.i.pr.. Ahora bien, obviamente, no son tan sólo esa natural curiosidad y esa necesidad de general divulgación las que han de servir de justificación y guía a un trabajo como el que ahora se inicia. A ambas circunstancias hay que añadir otras, de índole más precisa, que conducen a la elección del concreto objeto de estudio y que, por tanto, es preciso señalar y explicar.

2. Conviene comenzar por indicar que, en lugar de adoptar una perspectiva de estudio general, la reflexión en curso se centra en una figura contractual muy peculiar: el crédito sindicado denominado en euromonedas o eurocrédito. Entre las causas de esta opción por lo particular en detrimento de lo universal destacan tres. Por una parte, el peso relativo del eurocrédito dentro de ese vasto campo denominado Mercados financieros internacionales<sup>®</sup> y su carácter fundacional respecto de muchas de las prácticas, cláusulas y estructuras hoy insertas en la mayoría de las operaciones financieras internacionales. Por otra, la frecuencia con la que los agentes económicos españoles, públicos y privados, han recurrido y siguen recurriendo a esta principal plataforma internacional de liquidez. En fin, y ya desde el punto de vista más estrictamente jurídico, dicha elección viene justificada tanto por la complejidad de estas operaciones cuanto por la relativa carencia de estudios sobre las mismas. Carencia que resulta especialmente acusada por lo que al tratamiento de las cuestiones internacional-privatistas se refiere y que contrasta con la abundante bibliografía económica disponible<sup>2</sup>. A continuación, se desarrollan estos asertos, partiendo de una breve descripción del eurocrédito (I.), para seguir con el análisis de los argumentos aducidos como justificantes del interés de su estudio: importancia relativa en el seno de los mercados financieros internacionales (II.); especial recurso de nuestra economía a esta fórmula de financiación (III.); complejidad estructural del eurocrédito sindicado (IV.); interés de su estudio desde la perspectiva concreta del D.i.pr. español (V.)

<sup>1</sup>Vid. J. M0. LÓPEZ ARCAS, *Nuevos mercados financieros*, Bilbao, Deusto, Bilbao, 1993, pp. 39-40.

<sup>2</sup>Entre la bibliografía económica, vid. G. BÉKERMÁN, *Les euro-dollars*, 20 ed., París, P.U.F., 1981; E. CLARK, M. LEVASSEUR y P. ROUSSEAU, *International Finance*, Londres, Chapman & Hall, 1993; L. COSTA RAN y M. FONT VILALTA, *Nuevos instrumentos financieros para el empresario europeo*, Madrid, Esic, 1990; D.K. DAS (ed.), *International Finance*, Londres, Routledge, 1993; G. DUFÉY e I. GIDDY, *The International Money Market*, 20 ed., N. Jersey, Prentice Hall, 1994; A.M. GEORGE e I. GIDDY, *International Finance Handbook*, N. York, John Wiley, 1983; J.O. GRABBLE, *International Financial Markets*, 20 ed., N. York, Elsevier, 1991; P. HALLWOOD y R.P. McDONALD, *International Syndicated Loans*, Londres, Euromoney, 1982; T. KIM, *International Money & Banking*, Londres, Routledge, 1993; F. LEROUX, *Marchés internationaux des capitaux*, París, Eska, 1988; M. D. LEVI, *International Finance*, Londres, McGraw-Hill, 1990; E. ONTIVEROS y otros, *Mercados financieros internacionales*, Madrid, Espasa-Calpe, 1991; F. VARELA PARACHE, *Eurodólares*, Madrid, Guadiana, 1969. Entre las aportaciones jurídicas, vid. F.J. GÓMEZ-REY, *Créditos y préstamos internacionales*, Madrid, Foro, 1982; F. GRAAF, *Euromarket Finance: Issues of Euromarket Securities and Syndicated Eurocurrency Loans*, Deventer, Kluwer, 1991; M. GRUSON, *Legal aspects of International Lending*, Londres, Euromoney, 1982; E. LEE-SMITH, *Negotiating International Loan Agreements*, Londres, Sweet&Maxwell, 1997; J. P. MATTOUT, *Droit Bancaire International*, París, Banque, 1987; G. PENN, A. SHEA y A. ARORA, *The Law and Practice of International Banking*, Londres, Sweet&Maxwell, 1987; L. RADICATI DI BROZOLO, *Operazioni bancarie internazionali e conflitti di leggi*, Milán, Giuffrè, 1984; R.S. RENDELL (ed.), *International Financial Law*, 20 ed., Londres, Euromoney, 1983; F.R. RYDER, *Legal Problems of International Banking*, Londres, Sweet&Maxwell, 1987; R.C. TENNEKON, *The Law and Regulation of International Finance*, Londres, Butterworths, 1991; PH. WOOD, *Law and Practice of International Finance*, Londres, Sweet&Maxwell, 1980; id., *International Loans, Bonds and securities Regulation*, Londres, Sweet&Maxwell, 1995.

## I. LOS CRÉDITOS SINDICADOS DENOMINADOS EN EUROMONEDAS.

3. Los créditos sindicados denominados en euromonedas son operaciones financieras complejas<sup>3</sup>, instrumentadas jurídicamente en un mismo documento, según el cual los miembros de una peculiar estructura asociativa denominada sindicato, coordinados por un mandatario especial llamado Banco Agente, se comprometen, mancomunada y no solidariamente, a poner a disposición de un acreditado fondos denominados en euromonedas a cambio de la devolución del principal, a medio/largo plazo, y del pago de unos intereses cuyo tipo varía por referencia a la tasa del euromercado para transacciones semejantes.

De la anterior descripción puede deducirse que los rasgos característicos de este tipo de operaciones bancarias activas son, primero, la sindicación; segundo, el vencimiento a medio/largo plazo; tercero, su peculiar estructura de costes; y cuarto, su denominación en euromonedas.

4. La sindicación viene exigida como método de diversificación del elevado riesgo de estas operaciones. Ante la magnitud del importe medio de un eurocrédito -200 a 500 millones de dólares; aunque no faltan operaciones que superan fácilmente los 1.000 millones- la prudencia financiera desaconseja, los hechos impiden, o incluso la ley aplicable puede prohibir, que una sola entidad bancaria se comprometa a facilitar el montante total solicitado por el acreditado. En consecuencia, los acreditantes se organizan en una estructura colectiva, el sindicato (*syndicate* o *pool*), que agrupa a todos los interesados en conceder financiación al solicitante, bajo unas mismas condiciones jurídicas y económicas. Ello supone plasmar -generalmente en la misma documentación en la que se recoge la concesión del crédito propiamente dicho- las condiciones de funcionamiento del sindicato, sus integrantes, las relaciones entre ellos y de ellos con el acreditado.

---

<sup>3</sup>Un exhaustivo estudio tipológico de las operaciones financieras puede consultarse en V. MENEU, M0. P. JORDÁ y M0. T. BARREIRA, *Operaciones financieras en el mercado español*, Barcelona, Ariel, 1994, pp. 11 y ss..

5. El segundo de los rasgos típicos mencionados -carácter variable de los tipos de interés- y el tercero -vencimiento a medio o largo plazo- están estrechamente vinculados. El tipo de interés se fija integrando la suma de un tipo interbancario de referencia (generalmente el *London Interbank Offered Rate* o *LIBOR*) al que se añade un margen (*spread*). Este último constituye, al tiempo, el índice del beneficio esperado por las entidades financieras intermediadoras y un factor de discriminación entre acreditados<sup>4</sup>.

Esta peculiar forma de fijar el tipo de interés no es más que un reflejo de la mecánica operativa del mercado de euromonedas. Para hacer frente a la refinanciación de su cartera de eurocréditos, los bancos acuden al empleo de la técnica conocida, en la terminología propia de los mercados financieros, como *roll-over*. Ello supone que la participación de cada acreditante en el eurocrédito será refinanciada a partir de los recursos existentes en el euromercado. Así, el eurocrédito -cuyo vencimiento ordinario es a medio/largo término- se desarrolla a través de la continua renovación de tramos de crédito, los cuales compaginan (*match*) las disponibilidades de fondos a corto plazo existentes en el mercado con las necesidades globales del acreditado, cuyo montante total será cubierto en el plazo comprometido.

Cualquier fluctuación en el coste de esta transformación corto/largo será inmediatamente repercutida por las entidades financieras sobre el acreditado, reajustando el tipo de interés. Éste, que permanece fijo dentro de un mismo tramo o período de interés, varía de uno a otro, a lo largo de toda la vida de la relación, según el ritmo y las condiciones previstas en el contrato. Todo este complejo mecanismo de determinación del tipo de interés es de crucial importancia para las partes. Por ello, existe un alambicado entramado de cláusulas contractuales que recogen los procedimientos precisos para su correcto funcionamiento y prevén las circunstancias que pueden alterarlo<sup>5</sup>.

6. Como cuarto rasgo distintivo, la referencia a las euromonedas o eurodivisas supone que el crédito vendrá denominado en una moneda distinta de la que tiene curso legal en el país donde está jurídicamente localizado el centro financiero donde se perfecciona la transacción. Este es uno de los principales argumentos de la llamada desnacionalización o transnacionalización del euromercado: la aparición de un auténtico sistema financiero internacional de carácter privado, al margen de las presiones reguladoras de cualquier autoridad u ordenamiento jurídico estatal<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup>*Vid. infra*, pp. 83 y 84.

<sup>5</sup>*Vid. infra*, pp. 81 y ss..

<sup>6</sup>*Vid. infra*, pp. 235 y ss..

## II. IMPORTANCIA RELATIVA DEL EUROCRÉDITO EN EL SENO DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL. SU CARÁCTER FUNDACIONAL.

7. Entre las razones que avalan el interés del estudio del eurocrédito destaca, a mi entender, su importancia relativa dentro del sistema financiero internacional, tanto desde una perspectiva cuantitativa cuanto desde un punto de vista cualitativo.

8. Cuantitativamente, el eurocrédito sigue siendo hoy en día una de las principales -sino la principal- fuentes internacionales de recursos financieros. Del volumen total de negociación del euromercado -unos cinco billones trescientos cuarenta mil millones de dólares norteamericanos- aproximadamente el 59% corresponde a operaciones eurocrediticias, el 39% a emisiones de eurobonos y el restante 2% a transacciones variadas<sup>7</sup>. Las carencias o ineficiencias de los mercados domésticos aparecen como factores determinantes de este éxito, según las opiniones más autorizadas<sup>8</sup>.

Desde el punto de vista de los acreditantes, por lo general entidades financieras de prestigio mundial, el eurocrédito supone la oportunidad de escapar a determinadas cortapisas y obligaciones que el poder estatal, siempre interesado en el control de su actividad, suele procurar imponerles. Posible realización de operaciones fuera de balance en el mercado secundario, elusión de obligaciones fiscales, menores costes por inexistencia de coeficientes obligatorios, etc., son argumentos constantemente invocados por los economistas para explicar el espectacular desarrollo del eurocrédito<sup>9</sup>.

No menos poderosas son las razones que impulsan al acreditado a buscar financiación en el euromercado crediticio. En el caso del prestatario público tradicional, suele ser el extraordinario volumen de recursos requeridos para emprender obras de infraestructura o para enjugar el déficit presupuestario. De este modo, los propios Estados han sido uno de los principales impulsores del eurocrédito sindicado<sup>10</sup>. Motivos diferentes -que van desde la necesidad de una divisa no disponible en el mercado doméstico, hasta la pura y simple ventaja de costes, pasando por cuestiones de prestigio, inversión especulativa, etc.- suelen guiar a acreditados de naturaleza privada, tales como grandes empresas, compañías aseguradoras, bancos de primera línea o entidades gestoras de fondos de pensiones, entre otros.

9. Desde una perspectiva cualitativa, el eurocrédito puede ser considerado como el gran laboratorio donde se han fraguado muchas de las prácticas, cláusulas y estructuras contractuales que hoy han adquirido carta de naturaleza en los mercados financieros nacionales e internacionales. Así, la sindicación, como técnica de reparto de riesgos, o la variabilidad de los tipos de interés, como instrumento de cobertura de riesgos, han sido acogidas en los mercados domésticos y se han extendido a otras figuras financieras internacionales. Cláusulas como las de incumplimiento cruzado (*cross-default clause*), equiparación del rango de las deudas (*pari passu*) o interdicción de cargas discriminatorias (*negative pledge*), se han incorporado a la práctica totalidad de las operaciones financieras internacionales (emisiones de eurobonos, europapel comercial, permutas financieras o *swaps*). En fin, tendencias generalizadas de los mercados financieros actuales, como la denominada titulización (*securitization*), han tenido su banco de pruebas en el sector eurocrediticio. Ocasión habrá de reflexionar en torno a ello a lo largo del presente trabajo<sup>11</sup>.

## III. ESPECIAL RECURSO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA AL EUROCRÉDITO SINDICADO.

<sup>7</sup>Vid. J. RIVOIRE, *Le système financier international*, 20 edición revisada, París, P.U.F., 1993, p. 27. El autor cita como fuente al Banco de Pagos Internacionales.

<sup>8</sup>Vid., entre otros, J. P. MATTOU, *op. cit.*, p. 194; E. ONTIVEROS, A. BERGES, D. MANZANO y F. J. VALERO, *op. cit.*, pp. 209 y 216; L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, "Los préstamos y créditos sindicados con interés variable"; en A. ALONSO UREBA, R. BONARDELL LENZANO y R. GARCÍA VILLAVARDE (coords.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, Madrid, Civitas, 1990, pp. 487 a 528, esp. p. 490.

<sup>9</sup>Vid. R. ORTEGA, "Crónica de doce años de cambios"; *P.E.E.*, n1 54, 1993, pp. 4 y ss..

<sup>10</sup>Vid. F. RIGAUX, "Les situations juridiques individuelles dans un système de relativité générale", *R. des C.*, t. 213, 1989, pp. 282 y 283.

<sup>11</sup>Vid. *infra*, pp. 39, 122, 125.

**10.** Otro de los argumentos que aducía antes para justificar la oportunidad de estudiar el régimen jurídico del eurocrédito, desde la particular perspectiva del D.i.pr. español, es el especial recurso que en nuestro país se ha hecho y se sigue haciendo a esta concreta operación financiera<sup>12</sup>.

A fines de los años cincuenta, la economía española, sumida en un largo período de autarquía, se abre hacia el exterior. Comienza entonces una etapa de fuerte crecimiento y desarrollo, que requiere importantes sumas de capital para realimentar el sistema. Entre 1960 y 1967 puede constatarse la irrupción de varias empresas españolas importantes -mayoritariamente vinculadas al I.N.I. o dedicadas a la implantación de infraestructuras básicas- en la escena financiera internacional<sup>13</sup>. Tras estos primeros antecedentes, la crisis petrolera de 1973 y la modernización del sistema financiero español crearán las condiciones propicias para que se dispare el recurso masivo a la financiación exterior de nuestra economía por medio del endeudamiento en eurodólares<sup>14</sup>.

El impacto de la crisis del petróleo se dejó sentir tanto desde el punto de vista de los demandantes de recursos financieros cuanto del de los oferentes de los mismos. Del lado de la demanda, las necesidades de capitales de la economía española crecen en la misma proporción en que aumenta su factura energética. Del lado de la oferta, los Estados miembros de la O.P.E.P. utilizarán los excedentes de tesorería generados por el alza sostenida de los precios del crudo para inyectar en el sistema financiero internacional ingentes sumas de capitales.

Al tiempo, el proceso de modernización del sistema financiero español, iniciado en torno a los primeros años setenta, con una serie de disposiciones dirigidas a incrementar la competitividad de las entidades de crédito nacionales en los mercados internacionales, permitirá el contacto de nuestros bancos con las prácticas habituales en el euromercado<sup>15</sup>.

**11.** Las condiciones están dadas para que el empréstito internacional se convierta en la principal vía de financiación exterior de nuestra economía, hasta el punto de que nuestro país está siempre situado entre los diez principales prestatarios del euromercado y, concretamente en el año 1980, era el tomador de capitales más activo en este mercado financiero internacional. Posteriormente, diferentes factores contribuyeron a una cierta retirada de los acreditados españoles del mercado eurocrediticio<sup>16</sup>.

En primer lugar, la financiación a través de los mercados internacionales -pese a sus riesgos evidente: variación en los tipos de cambio y/o de la tasa de interés- tiene sentido mientras las condiciones existentes en el mercado doméstico -ausencia crónica de oferta financiera a medio y largo plazo, elevados tipos de interés, etc.- impiden la adecuada satisfacción de las necesidades de los demandantes nacionales de recursos financieros. A medida que el mercado interno va desarrollando fórmulas acordes a la satisfacción

<sup>12</sup>Vid. B. M. CREMADES, *Conferencias sobre Derecho bancario internacional*, La Ley-Edilex, Bilbao, 1985, pp. 3 y ss.; L. JORQUERA GARCÍA, "Los préstamos y créditos en divisas", en *Nuevas entidades...*, op. cit., pp. 350 a 430, esp., pp. 396 a 398; A. OJEDA MARÍN, *Créditos y préstamos exteriores al sector público español*, Madrid, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1985, pp. 49 a 125; E. ORTEGA REGATO, "Evolución de la economía exterior española", *P.E.E.*, n.º 44, 1990, pp. 193 a 204, esp., 194 y ss; A. TORRERO MAÑAS, "La utilización interna de los recursos financieros", en J. VELARDE, J. L. GARCÍA DELGADO y A. PEDREÑO (coords.), *El sector terciario de la economía española*, Madrid, Economistas Libros, 1987, pp. 173 a 187, esp., pp. 176 y 177.

<sup>13</sup>Entre otras operaciones, un consorcio internacional concede crédito por US\$ 8.700.000 al I.N.I., la Empresa Nacional de Electricidad S.A. obtiene un eurocrédito de US\$ 15.650.000, la Empresa Nacional Siderúrgica consigue una facilidad crediticia sindicada por un importe de US\$ 4.400.000, Iberia capta US\$ 16.480.000. Vid. A. MARTÍNEZ ESTÉVEZ, "Problemas actuales del sector exterior español", en J. VELARDE, J. L. GARCÍA DELGADO y A. PEDREÑO (coords.), *El sector exterior de la economía española*, Madrid, Economistas Libros, 1988, pp. 53 a 89, esp., pp. 54 y 55; A. OJEDA MARÍN, op. cit., pp. 65 a 69; A. TORRERO MAÑAS, "El comportamiento financiero de la empresa española", en J. VELARDE, J. L. GARCÍA DELGADO y A. PEDREÑO (dirs.), *Empresas y empresarios españoles en la encrucijada de los noventa*, Madrid, Civitas, 1993, pp. 287 a 298, esp., p. 290.

<sup>14</sup>Nuestra balanza de pagos pasa de un superávit de seiscientos millones de dólares en 1973, a un déficit de tres mil doscientos millones de dólares en 1974. Vid. B. M. CREMADES, op. cit., p. 4.; E. ORTEGA REGATO, op. cit., pp. 194 a 196.

<sup>15</sup>Como hitos normativos fundamentales para el desarrollo de la participación de las entidades financieras españolas en el euromercado crediticio suelen citarse el Decreto de 23 de junio de 1978 por el que se regula la presencia de la Banca Extranjera en España y la O.M. de 17 de enero de 1981, que liberaliza los tipos de interés. Vid. J. C. FERNÁNDEZ ROZAS, *La Banca extranjera en España. El acceso al ejercicio de la actividad bancaria por los extranjeros en el Derecho español*, Oviedo, Servicio de Publicaciones de la Universidad, 1981.

<sup>16</sup>Vid. L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, "Los préstamos y créditos sindicados con interés variable", en A.L. CALVO CARAVACA, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (dirs.) y P. BLANCO-MORALES LIMONES (coord.), *Contratos internacionales*, Madrid, Tecnos, 1997, pp. 864 a 902, esp., pp. 864 y ss..

de tales necesidades -mercado de créditos sindicados denominados en pesetas- los demandantes prefieren, obviamente, eliminar los citados riesgos y abandonan el euromercado.

En segundo término, con el estallido de la crisis de la deuda internacional, a principios de 1982, la demanda española de recursos financieros se desplaza desde el mercado eurocrediticio hacia el mercado de eurobonos. Fue éste un movimiento generalizado que abarcó a la mayoría de los países desarrollados; fenómeno que, según algún comentarista, aparte de razones económicas de fondo, ha tenido no poco de moda financiera<sup>17</sup>.

Finalmente, en el período 1986-1990, el recurso por parte de nuestros agentes económicos a la financiación en euromonedas sufre otro recorte cuantitativo, de carácter coyuntural, pero significativo. La economía española entra en una fase de crecimiento que se inicia en 1985 y se mantendrá hasta 1989/1990. El ingreso de España en la CEE, a la vez que aumentaba la confianza internacional en la estabilidad de nuestra economía y abría las puertas de nuestro mercado, nos obligaba a integrarnos en la corriente general de liberalización de movimientos de capitales. Todo ello, unido a una política monetaria de corte restrictivo que producía una elevada y atractiva tasa de interés, determinó un fuerte flujo de capitales extranjeros hacia nuestro país, lo cual incidió en una menor dependencia de la economía española respecto de la financiación crediticia exterior.

**12.** Como principales indicadores de la situación presente y posible base de proyecciones de futuro, cuatro factores contribuyen, en mi opinión, a que se pueda hablar de un auténtico *revival* del eurocrédito sindicado.

Primero, cabe esperar que la presencia de acreditados españoles en el euromercado siga siendo activa, dado lo competitivos de los costes actuales y la definitiva integración de nuestra economía en el sistema global<sup>18</sup>. A esta presencia tradicional se suma la creciente participación de nuestras entidades financieras de primera línea en los escalones superiores de la jerarquía de sindicatos internacionales de acreditantes<sup>19</sup>.

Segundo, datos publicados por la revista EUROMONEY indican claramente el fin de la "moda euro-obligatoria" y los soberanos de primer rango -España, Italia, Suecia- han emprendido un decidido retorno hacia al campo del eurocrédito. También las empresas privadas, sobre todo aquellas, financieras y no financieras, inmersas en procesos de fusión para adecuar su tamaño al mercado interior acuden al euromercado crediticio en busca de recursos financieros<sup>20</sup>.

Tercero, la culminación del proceso de Unión Monetaria Europea implica una importante renovación del panorama financiero internacional, con la sustitución de las monedas nacionales por el euro. Ello permitirá, sin duda, reducir los riesgos de fluctuaciones de tipo de cambio e interés que están en el fondo de las reticencias de los demandantes de financiación a la hora de acudir al euromercado.

Cuarto, las recomendaciones recientes del F.M.I. ante la crisis asiática, respecto de la necesidad de incentivar la sustitución de las fórmulas especulativas a corto por las inversiones de mayor maduración encajan perfectamente en las características funcionales del eurocrédito sindicado<sup>21</sup>.

#### IV. COMPLEJIDAD ESTRUCTURAL DEL EUROCRÉDITO.

**13.** En cuanto a la complejidad estructural del eurocrédito, parece claro que no es algo buscado por los juristas que participan en su negociación o redacción, sino que viene abonada por tres circunstancias bien determinadas: primera, por ser figuras atípicas vinculadas a la tradición jurídica anglosajona; segunda,

<sup>17</sup>Vid. A. LOHENIS, "Prospects for International Lending and reschedulings", en J.J. NORTON (edit.), *Prospects for International Lending and reschedulings*, Dalas, Matthew Bender, 1988, cap. 1, pp. 1 a 19, esp., p. 3.

<sup>18</sup>Vid. L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, "Los préstamos...", en *Contratos internacionales*, op. cit., pp. 885 y ss..

<sup>19</sup>Así, p. ej., en junio de 1997, el Banco Santander lideró una operación por importe de 14.267.000.000 de pesetas en favor de la sociedad portuguesa Transgás, donde participaban, además, Argentaria y la C.A.M..

<sup>20</sup>Vid., sobre el retorno del acreditado soberano, EUROMONEY (edit.), "The Sovereign Squeeze", *Euromoney*, abril de 1995, pp. 59 a 61. Sobre el segundo aspecto, JACK DYSON, "Big banks learn to flex their muscles", <http://www.euromoney.com/pfandbriefe>, visitado el 31 de enero de 2000.

<sup>21</sup>Vid. SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR, "¿Es preciso imponer restricciones a los movimientos de capital?. El Estado actual del debate.", *B.E.I.C.E.*, n.º 2592, 26 de octubre - 1 de noviembre de 1998, pp. 3 a 9, esp., pp. 8 y 9.

por el intrincado laberinto de relaciones que se entablan en su seno; y tercera, por ser fórmulas contractuales destinadas a dotar de cobertura jurídica a una relación prolongada en el tiempo.

14. Los eurocréditos nacen, se desarrollan y adquieren su conformación más o menos estandarizada en el euromercado -un medio teóricamente desnacionalizado, al margen de toda autoridad nacional o internacional- y lo hacen sin otro instrumental jurídico que los formularios diseñados por los prácticos anglosajones. Por ello no es de extrañar que tanto la estructura cuanto el clausulado y la terminología de estas fórmulas financieras respondan a la tradición y metodología jurídicas propias del *common law*. Dicha filiación jurídica tiene una importante repercusión en la minuciosidad con que se redactan estos contratos. Ante la carencia de un derecho supletorio que pueda integrar las lagunas de regulación que las partes pudieran dejar, los asesores jurídicos de estas últimas se ven obligados a una detallada descripción de la posición de cada sujeto interviniente en la relación, realizando una labor de auténtica "ingeniería jurídica cautelar", para aquilatar derechos y responsabilidades.

15. Otra de las características de los créditos sindicados denominados en euromonedas, que contribuye a su complejidad técnico jurídica, es la configuración en su seno de un intrincado laberinto de relaciones. Dinámicamente, el eurocrédito se desdobra en dos fases. A partir de la solicitud del futuro acreditado, es preciso distinguir una primera etapa precontractual o de montaje, cuyos objetivos son la negociación de los términos básicos de la operación y la constitución del sindicato de acreditantes. Dentro de esta fase, capitaneada por el Banco Líder u Organizador (*Lead Bank, Arranger Bank*), la dinámica de la sindicación da lugar a un desdoblamiento de las relaciones. Por un lado, las que se entablan *ad intra* entre el Banco Líder, los interesados en formar parte del sindicato y de estos entre sí. Por otro, las que se generan *ad extra*, entre esos mismos sujetos y el potencial acreditado.

Constituido el sindicato y concluido el montaje de la operación, entramos en una fase ya propiamente contractual, correspondiente al desenvolvimiento de los efectos de los pactos acordados en la anterior. Es aquí donde se suscita una de las cuestiones centrales, que se desdobra en dos interrogantes: primera, ¿estamos ante un único contrato o ante una operación compleja que integra un contrato previo de sindicación, la concesión de una línea de crédito y el nombramiento de un mandatario especial, administrador de la operación?; segunda, ¿la configuración sindicada de la operación no afecta al mantenimiento de la unidad contractual o provoca la aparición de una pluralidad de créditos individualmente concedidos por cada miembro del sindicato al acreditado?. Cuestión clave esta de la unidad o pluralidad contractual pues, como veremos, su respuesta condicionará toda la reflexión en torno a la disciplina internacional-privatista del eurocrédito<sup>22</sup>.

16. Finalmente, el eurocrédito es una operación financiera con una vida relativamente dilatada -5 años por término medio- que se ha de desarrollar en un marco extremadamente cambiante, dada la posible mutación de las circunstancias del euromercado o de las propias partes contratantes. De ahí que el contrato esté diseñado como un marco abierto a la renegociación de algunas de sus condiciones iniciales y que -por la trascendencia de los intereses económicos implicados- las partes prefieran esa vía a la denuncia de la relación. Todo ello contrasta con la concepción contractual tradicional, de origen romanista, que desconfía de cualquier alteración *ex post* de la voluntad contractual, como puede apreciarse, por ejemplo, en el artículo 1.273 del C.C. español. Sobre el alcance y consecuencias de esta diferencia de concepciones también se reflexionará a lo largo de la investigación en curso.

## V. INTERÉS DEL ESTUDIO DEL EUROCRÉDITO DESDE LA PERSPECTIVA CONCRETA DEL DERECHO INTERNACIONAL PRIVADO.

17. Si definimos el D.i.pr. como aquel sector del ordenamiento jurídico encargado de regular las relaciones privadas internacionales y si caracterizamos estas últimas como aquellas relaciones jurídico-privadas que contienen en su seno un elemento de extranjería, pocas instituciones pueden prestarse mejor a la aplicación del D.i.pr. que el eurocrédito. Es difícil imaginar una relación jurídica con más elementos de extranjería relevantes para un foro concreto, en nuestro caso, el español, que la eurocrediticia<sup>23</sup>. Primero, la

<sup>22</sup>Vid. *infra*, pp. 143 y ss..

<sup>23</sup>La palabra foro viene utilizada aquí en el sentido de "sede de análisis", tal y como lo hace M. DESANTES REAL al exponer su visión del objeto del D.i.pr.. Vid. M. DESANTES REAL, *Proyecto investigador y docente*, no editado, 1993, pp. 60 y ss.. *Ibid.*, M. DESANTES REAL, *Las obligaciones contractuales internacionales en moneda extranjera*, Madrid, La Ley, 1994, pp. 39 y 40.

referencia al euromercado como marco de negociación implica que el eurocrédito es una relación objetivamente internacional<sup>24</sup>, es decir, su internacionalidad será inmediatamente apreciada, cualquiera que sea la sede de análisis. Aunque el resto de elementos del contrato estén conectados exclusivamente con un único ordenamiento, la operativa en euromonedas acaba por atraer sobre las relaciones eurocrediticias la atención del Derecho del Estado cuya moneda es utilizada para denominar la transacción. Moneda que, es preciso insistir en ello, siempre será distinta de la que posee curso legal en el país del acreditado. Segundo, las entidades integradas en el sindicato de acreditante suelen ser extranjeras, con respecto al centro financiero en el que operan y al acreditado. Así, por ejemplo, sucursales o filiales de bancos norteamericanos, japoneses, alemanes, franceses y españoles radicadas en Londres. Tercero, igualmente foráneo en relación a la plaza financiera de negociación suele ser el acreditado: por ejemplo el Reino de España o RENFE respecto de Londres o los Yacimientos Petrolíferos Fiscales de la República Argentina respecto de Nueva York. Finalmente, la moneda en que se denomina la operación es, por definición, distinta -extranjera- respecto de la que tiene curso legal en el centro operativo eurobancario y en el Estado del acreditado. De ahí que algún autor proponga para ella la acertada denominación de "xenomonedas"<sup>24</sup>.

**18.** Sin embargo, pese a todo lo dicho, el crédito sindicado denominado en euromonedas puede también ser considerado como un auténtico potro de torturas para la disciplina que ocupa al internacional-privatista.

En primer lugar, es casi un tópico citar a este contrato como uno de los máximos exponentes de la tendencia hacia la "desnacionalización" que se observa en los ámbitos económicos internacionales y ejemplo arquetípico del llamado "derecho transnacional". Según los defensores de tal posición, la especial referencia que en el eurocrédito se realiza a las llamadas euromonedas o xenomonedas deslocaliza o desnacionaliza el contrato, en el sentido de desvincularlo de cualquier ordenamiento jurídico estatal y lo somete a una suerte de *ius argentarium*, emanado de las prácticas y usos del euromercado<sup>25</sup>. Se mantiene, en suma, que la existencia misma de dichos contratos es el ejemplo más palpable del fracaso o de la crisis del D.i.pr., al poner de manifiesto lo inidóneo de la regulación de un fenómeno -por definición internacional- mediante fórmulas jurídicas pensadas desde presupuestos circunscritos a la esfera

---

<sup>24</sup>Vid. G. BURDEAU, "Internationalisation des monnaies et souveraineté des Etats", en PH. KAHN (coordinador), *Droit et monnaie. Etats et espace monétaire transnational*, Dijon, Litec, 1988, pp. 408 a 424, esp., p. 418. Sin embargo, el prefijo "euro" ha adquirido carta de naturaleza, lo que, en modo alguno, debe hacer pensar que la actividad de los euromercados se limitan a Europa. Como simple anécdota, cuando se complete la última fase de la U.E.M., los depósitos denominados en la moneda única -el euro- poseídos por entidades bancarias establecidas fuera de la U.E. constituirían depósitos en *euro-euros*. A mi juicio, sería interesante proponer para estos supuestos la denominación de *xeno-euros*.

<sup>25</sup>En este orden de cosas, es significativa la postura de G. BÉKERMÁN, quien incluso llega a afirmar que la euromoneda se destruye cuando regresa al redil del control del Estado de su denominación. Vid. G. BÉKERMÁN, *Les euro-dollars*, París, P.U.F., 20 ed., 1981, p. 46.



estrictamente interna de cada legislador nacional<sup>26</sup>.

En segundo término, como se indicaba anteriormente, el intrincado laberinto de relaciones que se entablan en el seno de una eurocrédito plantea una duda fundamental acerca de la estructura contractual unitaria o plural de la operación. La proyección de tal cuestión sobre el objeto de la investigación en curso es evidente. Si estamos ante un único contrato, los problemas de competencia judicial internacional y de ley aplicable tendrán una solución, sin duda, menos fraccionada que la que se puede proporcionar partiendo de la multiplicidad de relaciones contractuales.

---

<sup>26</sup>*Vid. infra*, pp. 235 y ss..

19. Por último, unas líneas dedicadas a la ausencia relativa de análisis jurídicos sobre el eurocrédito. Uno de los primeros datos que revela el material bibliográfico disponible es la gran diferencia de tratamiento que existe acerca del euromercado y el eurocrédito entre economistas y juristas, con un balance cuantitativo claramente favorable a los primeros<sup>27</sup>.

Los principales problemas que los economistas identifican en torno al euromercado ponen de manifiesto la relevancia de los intereses en presencia. Por un lado, la inexistencia de un sistema financiero internacional eficaz, las carencias de los sistemas domésticos y las necesidades crecientes de liquidez de la economía mundial están en el origen de un nuevo mercado que, por sus dimensiones y características, supone una alternativa a las fuentes de financiación nacionales. Por otro, su carácter desregulado supone un claro desafío a las posibilidades de articular políticas monetarias estatales autónomas y lo convierten en el laboratorio donde los agentes privados internacionales experimentan los nuevos productos elaborados por la llamada "ingeniería financiera". La repetición de crisis monetarias, escándalos financieros, acusaciones de lavado de dinero negro, etc., sirven para poner periódicamente en tela de juicio afirmaciones comunes entre los economistas acerca de las excelencias de la autorregulación del eurocrédito y reclaman la atención del mundo del Derecho hacia este fenómeno<sup>28</sup>.

Desde el campo jurídico, en alguna medida, se ha querido justificar la menor atención que el tema ha suscitado invocando la escasa litigiosidad que suele haber en las relaciones interbancarias y su corolario inmediato: la falta de jurisprudencia sobre el particular<sup>29</sup>. Efectivamente, el euromercado está dominado por instituciones financieras de primer rango y gran parte de su operativa es interbancaria. En este espacio altamente profesionalizado no es habitual resolver los conflictos ante los tribunales. Por el contrario, suele acudirse a *gentlemen's agreements* en los que se procura reequilibrar los intereses contrapuestos para, en la medida de lo posible, salvar la continuidad de la relación<sup>30</sup>. La comunidad bancaria internacional parece confiar más en sus propias medidas de coerción que en el amparo jurisdiccional y no es extraño que, ante la

---

<sup>27</sup>*Vid. infra*, anexo bibliográfico, en pp. 321 y ss..

<sup>28</sup>*Vid.* G.H. WINDECKER JR., "The Eurodollar Deposit Market. Strategies for Regulation", *A.U.J.I.L.P.*, vol. 9, n1 1, 1993, pp. 357 a 384, esp., pp. 357 a 361.

<sup>29</sup>*Vid.* L. RADICATI DI BROZOLO, *op. cit.*, pp. 3 y ss..

<sup>30</sup>Es común la referencia a estos acuerdos como ADR (*Alternative Dispute Resolution*) que, en cualquier caso, se entienden sin perjuicio de los derechos legales de las partes. *Vid.* R.M. AUERBACK, "Governing Law Issues in International Finance Transactions", en J.J. NORTON y otros (edits.), *International banking Operations and Practices: Current Developments*, Dordrecht, Graham & Trotman/Martinus Nijhoff, 1994, pp. 169 a 187, esp. pp. 183 y 184.

amenaza de exclusión de tan selecto club, el elemento díscolo reconsidere su posición y se avenga a un acuerdo. Además, la magnitud del importe de las transacciones, la especificidad de su especial objeto y el carácter soberano de alguno de los principales acreditados tradicionales hacen poco viables soluciones de tipo judicial como el cumplimiento del contrato en sus propios términos o la ejecución sustitutoria.

Pese a todo ello, a mi parecer, el argumento de la escasa litigiosidad no justifica el abandono del análisis jurídico de un fenómeno de la trascendencia de las operaciones crediticias internacionales denominadas en euromonedas. En primer lugar, la dinámica operatoria del eurocrédito está cambiando tanto desde la perspectiva de los acreditados, con la sustitución del prestatario público tradicional por empresas privadas, cuanto desde la parte acreditante, con fenómenos como la desintermediación o el desarrollo del mercado secundario. Estas transformaciones del marco financiero tienen efectos multiplicadores sobre las posibilidades de que surjan conflictos en el marco de las relaciones eurocrediticias. En segundo término, el hecho de que las patologías que afectan a los eurocréditos no tengan, al menos de momento, un acceso fluido a los tribunales no significa que no lo puedan tener -y mucho menos- que no merezcan atención por parte del jurista. Junto a la capital función jurisprudencial consistente en aportar soluciones una vez producida la crisis contractual, existe otra no menos importante a la que están llamados todos los operadores jurídicos: la función preventiva. Esta última posee una relevancia especial en el campo del D.i.pr., tal y como se pone de manifiesto en la doctrina anglosajona de la "*conflicts avoidance*". En definitiva, un contrato, por cuidadosamente redactado que esté, no puede transformar en buena una mala transacción; mas, al contrario, una defectuosa cobertura jurídica sí que puede dificultar el desarrollo adecuado de una operación excelente, desde el punto de vista financiero.

**20.** A la hora de concluir este apartado introductorio conviene manifestar que, partiendo del escaso tratamiento del eurocrédito por la doctrina internacional-privatista española, el estudio que aquí se inicia puede poseer un doble interés -práctico y teórico- para el D.i.pr. español.

Por lo que al aspecto práctico se refiere, la definitiva incorporación de las instituciones financieras y empresas españolas al gran mercado financiero internacional precisa de un marco jurídico seguro. Ello pasa por, primero, una reconsideración de la figura del eurocrédito que tenga presente su actual configuración y funcionalidad y, segundo, por un necesario *aggiornamento* de las respuestas ofrecidas por los escasos juristas españoles que se han ocupado de esta materia, dada la importancia de la mutación que para nuestro ordenamiento ha supuesto la entrada en vigor de instrumentos como el Convenio de Bruselas el 27 de septiembre de 1968<sup>31</sup> y su convenio Aparalelo@hecho en Lugano de 16 de septiembre de 1988<sup>32</sup> -en

---

<sup>31</sup>Convenio relativo a la competencia judicial y a la ejecución de las resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, hecho en Bruselas el 27 de septiembre de 1968. En adelante, Convenio de Bruselas. *Vid. B.O.E.* de 28 de enero de 1991 y corrección de errores en *B.O.E.* de 30 de abril de 1991.

el plano de la competencia judicial internacional y del reconocimiento y ejecución de resoluciones- o del Convenio de Roma de 19 de junio de 1980<sup>33</sup>, en el sector del derecho aplicable.

En el plano teórico, estas operaciones financieras activas suscitan dos interrogantes básicas. Primera, ) la transnacionalización del espacio financiero internacional conlleva -dada la uniformización de los usos y prácticas de los mercados financieros internacionales, manifestación de un supuesto *ius argentarium* autónomo- la desaparición del problema de la determinación de la ley aplicable?. Segunda, ) la operación que se conoce en la práctica del euromercado como eurocrédito sindicado debe calificarse como un contrato o, por contra, debe ser considerada como un haz de relaciones contractuales unidas por su finalidad económica?.

## VI. METODOLOGÍA Y ESQUEMA GENERAL DE EXPOSICIÓN.

**21.** Con la idea de servicio práctico antes aludida y para solucionar las dos interrogantes centrales planteadas -autonomía del *ius argentarium* y calificación unitaria o pluralista de la operación- el proyecto de investigación sustenta sus propuestas en dos líneas metodológicas principales: una de corte fundamentalmente inductivo, que parte de la necesidad de profundizar en la dimensión funcional del eurocrédito sindicado y en el análisis de la práctica contractual; otra, de carácter deductivo, que viene en ayuda de la inexcusable proyección de los aspectos anteriores al plano de las proposiciones normativas.

Desde la primera de las perspectivas antes citadas, dos grupos de cuestiones aparecen como ejes de la primera parte de la reflexión. Por un lado, el conocimiento de la dimensión funcional del eurocrédito sindicado -lo cual pasa por considerar los orígenes y la función económica de la operación- es un referente ineludible para la identificación de los intereses en presencia en su hábitat natural, el euromercado. Por otro, el estudio de la práctica contractual como principal referente tiene su justificación última en la atipicidad legislativa del eurocrédito sindicado y permite decantar los dos principios de regulación material irrenunciables para las partes: la independencia de las participaciones -corolario de la necesaria división del elevadísimo riesgo de la operación- y la igualdad o interdicción de discriminación entre acreditantes.

La segunda de las orientaciones metodológicas anunciadas protagoniza la segunda parte de la exposición, centrada en los aspectos propiamente internacional-privatistas del trabajo. La consulta a los recursos bibliográficos disponibles, tanto de carácter general cuanto específicamente relacionados con el eurocrédito sindicado, sirve como marco integrador de las conclusiones obtenidas en la fase anterior. De conformidad con los orígenes del eurocrédito sindicado y con el liderazgo de Londres y Nueva York como principales plazas financieras internacionales, el predominio cuantitativo de la literatura anglosajona es evidente. No obstante, se ha procurado ser en extremo cuidadoso a la hora de no perder como norte de la

---

<sup>32</sup>Convenio de Lugano de 16 de septiembre de 1988, relativo a la competencia judicial internacional y al reconocimiento y ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil. *Vid. B.O.E.* n.º 251, de 20 de octubre de 1994 y corrección de errores en *B.O.E.* n.º 8, de 10 de enero de 1995.

<sup>33</sup>Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales, hecho en Roma el 19 de junio de 1980, *D.O.C.E.* L. 266, de 9 de octubre de 1980 (en adelante, Convenio de Roma). *Vid. B.O.E.* n.º 171, de 19 de julio de 1993, y corrección de errores en el *B.O.E.* n.º 189, de 9 de agosto del mismo año.

reflexión al sistema español de D.i.pr..

22. A partir de estas consideraciones, el presente trabajo se estructura en cinco capítulos. El Capítulo Primero, *El contrato de crédito sindicado denominado en euromonedas*, describe la evolución histórica y la estructura del contrato, con el fin de exponer tanto los principios de regulación cuanto los intereses en presencia que deben informar su régimen jurídico. El Capítulo Segundo, *Introducción al régimen internacional-privatista del eurocrédito sindicado*, analiza el eurocrédito sindicado en tanto que relación privada internacional y la proyección de la estructura sindicada sobre su disciplina internacional-privatista. A éste siguen otros tres capítulos, cada uno centrado en el estudio del tríptico de sectores que conforman el contenido del D.i.pr.: el Capítulo Tercero está dedicado a los *Mecanismos contractuales de resolución de controversias*, el Capítulo Cuarto a la *Derecho aplicable a las operaciones de eurocrédito sindicado* y el Capítulo Quinto a los *Problemas de Reconocimiento y Ejecución*. El trabajo se cierra con unas *Conclusiones*.

## CAPÍTULO PRIMERO.

### EL CONTRATO DE CRÉDITO SINDICADO DENOMINADO EN EUROMONEDAS. EVOLUCIÓN, DESCRIPCIÓN, INTERESES EN PRESENCIA, PRINCIPIOS DE REGULACIÓN E IDENTIFICACIÓN DE PROBLEMAS.

23. Este capítulo se centra en la comprensión del objeto de estudio, el contrato de crédito sindicado denominado en euromonedas. Tres son los objetivos a conseguir: primero, dar cuenta de los antecedentes históricos (I) y del carácter evolutivo del modelo de regulación actualmente propuesto por la práctica contractual (II); segundo, identificar los intereses en presencia (III) y los principios de regulación (IV) que deben guiar la disciplina internacional-privatista del eurocrédito sindicado; tercero, servir a modo de decantación de los problemas que, desde la perspectiva del D.i.pr. español, plantean estas operaciones financieras internacionales (V).

#### I. APARICIÓN Y DESARROLLO DEL EUROCRÉDITO SINDICADO EN EL SENO DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL.

24. A mi modo de ver, sería difícil e incluso peligroso abordar la realidad actual del eurocrédito sin enmarcar su estudio en un contexto evolutivo. Al menos esa es la experiencia que quien estas líneas escribe ha podido obtener de lo que podríamos denominar *Atrabajo de campo*<sup>34</sup>.

Difícil, fundamentalmente, por las profundas convulsiones que han transformado el mundo de los mercados financieros, a partir de dos datos históricos definitivos: la denominada por la literatura especializada "revolución financiera" y la culminación de la fase definitiva de la Unión Económica y Monetaria (U.E.M.). Ambos fenómenos han alterado no pocos de los tradicionales presupuestos de análisis de los mercados financieros internacionales y, por ello, son objeto de especial atención dentro del análisis de la evolución histórica del eurocrédito. Éste no es un hongo que haya surgido de una espора intelectual, sino el producto constantemente renovado de unas circunstancias económicas e históricas muy determinadas y de unos intereses que conviene identificar.

Peligroso, también, porque las construcciones jurídicas que no se apoyan en un sólido conocimiento de la materia sobre la que operan corren el riesgo de carecer de toda posibilidad de hacer efectivas las contribuciones, siquiera modestas, que se intentan realizar. En palabras de J. GARRIGUES, "...cuando el Derecho no responde al reto de la economía, la creación jurídica se convierte en un producto de gabinete, en un producto de laboratorio, y yo diría en un producto muerto, porque carece de las raíces que nutren al Derecho en el campo de la economía..."<sup>35</sup>.

25. Estructuralmente, el sistema financiero internacional se articula en torno a tres grandes mercados: los mercados financieros domésticos, los mercados financieros externos o euromercados y los mercados de divisas<sup>36</sup>.

<sup>34</sup>Deseo, a este respecto, dejar constancia de mi agradecimiento a las personas que me facilitaron el acceso a pólizas y formularios contractuales, en especial, a Dn. JOSÉ RUBIO SANZ, subdirector de la división internacional de la Caja de Ahorros del Mediterráneo en Alicante; a Dn. SATURNINO VERDÚ VICENTE, jefe de tesorería y mercados monetarios de esa misma entidad, y a Mr. PH. WILLIAMS, quien a su condición de asesor de empresas financieras británicas de primera línea, une la de profesor encargado del curso *International Financial Markets Law and Practice*, impartido en la Universidad de Westminster, al cual tuve el honor de asistir entre febrero y junio de 1995.

<sup>35</sup>Vid. J. GARRIGUES, "El crédito en el Derecho", en *Ordenación jurídica del crédito*, Madrid, 1978, pp. 1 a 20, esp., p. 3.

<sup>36</sup>Si bien su estudio está fuera del objeto de este trabajo, conviene recordar con L. DÍEZ DE CASTRO y J. MASCAREÑAS que "el mercado de divisas es el mercado base de todos los demás mercados financieros internacionales, puesto que en él se establece el valor de cambio de las monedas en que se van a realizar los flujos monetarios internacionales. La diferencia básica entre los dos componentes del sector internacional -euromercado y mercados de divisas- consiste en que mientras este último es un mercado de medios de pago, el euromercado es un mercado de crédito. Vid. L. DÍEZ DE CASTRO y J. MASCAREÑAS, *Ingeniería financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales*; 20 ed., Madrid, Osborne/McGraw-Hill, 1994, p. 27.