

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*³⁴.

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 espora 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..."³⁵.

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 divisas³⁶.

³⁴Deseo, 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.

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

³⁶Si 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.

Estos dos últimos -euromercados y mercado de divisas- también son agrupados genéricamente bajo la rúbrica de mercados financieros internacionales, en contraposición a los mercados internos o domésticos. En este contexto, el eurocrédito es quizás uno de los desarrollos singulares más importantes de los que ha sido testigo el entorno financiero internacional tras la Segunda Guerra Mundial. Su florecimiento no puede entenderse sin una referencia al fenómeno más amplio conocido como mercado de eurodólares o euromercado; hasta el punto de que se ha llegado a afirmar que, entre acreditado y acreditantes siempre existe una tercera parte: el mercado de eurodivisas³⁷.

26. A continuación se dedican unas páginas al estudio de la evolución histórica del eurocrédito sindicado, en el marco de su hábitat natural: el euromercado. Como es lógico, se ha procurado ceñir el relato al sector eurocrediticio, si bien, hasta la aparición de la primera emisión de eurobonos -en 1963- la historia del eurodólar, del euromercado y del eurocrédito es la misma³⁸. El análisis se divide en los apartados siguientes: proceso de gestación del euromercado (1.), su consolidación como espacio financiero internacional y alternativo a los mercados domésticos (2.), consecuencias de la crisis de la Deuda de los Países en Vías de Desarrollo (3.), la revolución financiera y la renovación del eurocrédito sindicado (4.) y el impacto de la U.E.M. europea (5.).

1. La gestación del euromercado.

27. La expresión euromercado o mercado de eurodólares designó, en principio, el mercado de depósitos y créditos denominados en dólares americanos (US\$) existentes fuera de los Estados Unidos de América (EE.UU.). En suma, un eurodólar es un dólar común y corriente depositado en una entidad financiera establecida fuera de los EE.UU.. A estos efectos, es irrelevante la nacionalidad del depositante, que puede ser nacional de los EE.UU. o no, o del depositario, que puede perfectamente ser una sucursal en el extranjero de un banco norteamericano o de cualquier

³⁷Vid. A. AURIOLES MARTÍN, *Créditos sindicados con interés variable*, Barcelona, Promociones Publicaciones Universitaria de Barcelona, 1987, p. 56; C. DUFLOUX y L. MARGULICI, *Les euro-crédits pourquoi? Comment?*, Paris, La Revue Banque, 1984, p. 427; A. JACQUEMONT, *op. cit.*, pp. 40 a 58; J. P. MATTOU, *op. cit.*, pp. 196 y ss..

³⁸Aunque es común referirse al euromercado en singular, en realidad es una estructura compleja, que no posee más materialidad que la ofrecida por un red internacional de telecomunicaciones. Dentro del euromercado hay que distinguir, en primer lugar, entre el mercado de eurobonos y el euromercado crediticio. Mientras el primero responde a la calificación tipológica de mercado directo -los intercambios de activos financieros se realizan directamente entre los demandantes y oferentes de recursos financieros- el último es un ejemplo de mercado intermediado por una o varias entidades de crédito. En segundo término, dentro del propio euromercado crediticio cabe distinguir, primero, un sector interbancario, donde los eurobanco intercambian electrónicamente depósitos en euromonedas a muy corto plazo; segundo, el sector del eurocrédito propiamente dicho, en el que los bancos agrupados en un sindicato proporcionan créditos denominados en euromonedas a un acreditado final; tercero, un mercado secundario de negociación de participaciones en esas operaciones eurocrediticias. Vid. P. EINZIG y B. SCOTT QUINN, *The Eurodollar System*, 60 ed., Nueva York, St. Martin's Press, 1977, p. 1.

otro país. Lo importante es que el depósito esté localizado fuera del sistema financiero doméstico estadounidense.

28. Los primeros y más remotos antecedentes de prácticas bancarias consistentes en aceptar depósitos denominados en moneda extranjera pueden remontarse a la actividad de los banqueros medievales italianos. Estos ya operaban con documentos mercantiles representativos de depósitos en moneda distinta de la del lugar de pago. Más recientemente, durante todo el s. XIX y hasta 1914, existió un cierto intercambio de activos denominados en libras esterlinas, fuera de Inglaterra, entre países pertenecientes a la *Commonwealth*. Otro ejemplo, en fin, de estas experiencias lo podemos encontrar en el negocio de depósitos de esterlinas y dólares americanos existente entre las plazas financieras de Berlín y Viena en el período de entre guerras³⁹.

En cualquier caso, la existencia de estos antecedentes no minimiza el carácter innovador que la irrupción del euromercado va a poseer ya que todos estos fenómenos no tuvieron repercusión más allá de los sistemas domésticos involucrados y no afectaron sustancialmente a las monedas implicadas. Utilizando la terminología clásica de J.A. SCHUMPETER, no estaban dadas aún las condiciones para que se pasara de la invención a la innovación financiera⁴⁰. Entre esas condiciones destacan, en primer lugar, el aumento del comercio internacional que siguió a la Segunda Guerra Mundial, el cual incrementó las necesidades financieras en términos globales; en segundo término, la corriente liberal en materia de control de cambios de finales de los cincuenta, que devolvió la libre convertibilidad a muchas de las principales monedas empleadas en el tráfico internacional; finalmente, aunque no menos importante, el desarrollo tecnológico que hará posible, por esas mismas fechas, la transferencia de fondos por medios electrónicos.

Si bien muchas de estas circunstancias pudieran ser consideradas como una simple cuestión de grado o cuantitativa, en realidad, cuando el salto cuantitativo es tan grande, llega a hacerse cualitativo. Aunque pudiera discutirse su carácter de invención, el mercado de eurodólares desde luego sí que constituye una innovación. Nunca antes en la Historia había surgido una estructura financiera auténticamente internacional y privada que fijase sus tipos de interés al margen de los sistemas domésticos.

29. Lo que hoy conocemos como euromercado no apareció de un día para otro, como fruto de la actividad de algún laboratorio de ingeniería financiera, ni es consecuencia de la decisión fundacional de autoridad monetaria estatal alguna. Tampoco, dentro de ese gran bazar del dinero que denominamos mercado de euromonedas, existe acuerdo entre los especialistas en señalar una fecha crítica en la aparición del eurocrédito⁴¹; a diferencia de lo que ocurre con el sector del eurobono, en el que ha quedado perfecta y reconocida constancia de la primera emisión de euro-obligaciones⁴². Así, según P. WISEMAN, las primeras experiencias se habrían producido en 1967, en el centro financiero de la ciudad de Nueva York⁴³. Para otros estudiosos, sin embargo, el primer eurocrédito se habría celebrado en Londres, en 1968, aunque existen dudas acerca de si la prioridad correspondió a una operación concertada con el gobierno de Austria o a otra acordada con la Compañía Húngara de Aluminio, que son de las mismas fechas⁴⁴.

En realidad, estamos ante un proceso que comienza, una vez finalizada la Segunda Guerra Mundial, con una paulatina acumulación de activos financieros denominados en dólares norteamericanos en manos de instituciones financieras europeas. Esto conducirá, entre 1957 y los primeros años sesenta, al nacimiento de un incipiente mercado de eurodólares: el llamado *Merchants Bank's Market*, localizado en la *City* londinense (A.). Posteriormente, a consecuencia de determinadas decisiones de la administración monetaria norteamericana, el euromercado va adquiriendo su carácter de alternativa al mercado doméstico estadounidense (B.).

³⁹Vid. P. EINZIG y B. SCOTT QUINN, *op. cit.*, p. 3.

⁴⁰La distinción propuesta por J.A. SCHUMPETER fue aplicada al campo financiero por E. KANE en "Interaction of Financial and Regulatory Innovation", *Am. Ec. Rev.*, n1 78, 1988, p. 329. La invención consistiría en el descubrimiento de una forma de hacer algo que nunca antes había sido hecho; la innovación en aplicar generalizadamente esa fórmula a una actividad provechosa.

⁴¹Vid. A. GISBERT y J. SARTORIUS, *Eurodólares y eurobonos*, Madrid, Anaya, 1972, p. 26.

⁴²En efecto, existe un acuerdo total entre los especialistas en señalar la emisión de euro-obligaciones por la Compañía Italiana de Autopistas como el inicio del mercado de eurobonos. La emisión fue lanzada el 1 de julio de 1963, gestionada por *S.G. Warburg and Co.* y tuvo el respaldo del *Instituto per la Ricostruzione Industriale* (I.R.I.) italiano. Vid., por todos, R.C. TENNEKON, *op. cit.*, p. 9 y bibliografía allí citada.

⁴³Vid. P. WISEMAN, "Syndicate Facilities", en B. TERRY (editor), *International Finance and Investment. Multinational Corporate Banking*, 20 ed., Londres, The Chartered Institute of Bankers, 1990, pp. 257 a 296, esp., p. 257.

⁴⁴Vid. R.P. MCDONALD, *op. cit.*, pp. 8 y 31.

A. Nacimiento de un incipiente mercado de eurodólares: del Plan Marshall al *Merchants Bank's Market*.

30. Cuando, en el Londres del año 1957, una clase minoritaria de bancos -bancos de negocios o *merchant banks*- empezaron a negociar depósitos denominados en dólares, nadie podía imaginar que lo que comenzó como una respuesta más o menos ingeniosa a una situación coyuntural acabaría por convertirse en la primera plataforma internacional de distribución de liquidez. Ni los participantes, ni las autoridades supervisoras podían vislumbrar que estaba naciendo el primer mercado financiero verdaderamente internacional, con una estructura independiente de todo poder estatal, que revolucionaría incluso el concepto mismo de moneda. El contexto histórico en el que se produjo el surgimiento del *Merchants Bank's Market* londinense -embrión del actual euromercado- era el siguiente.

11. Afluencia de capitales norteamericanos hacia Europa.

31. Como es sabido, al final de la Segunda Guerra Mundial, Europa quedó terriblemente destruida y geopolíticamente dividida. La única nación con capacidad para financiar la reconstrucción del sector occidental -y con interés evidente en ello- era EE.UU.. El bloqueo de Berlín en 1948, el triunfo de Mao Tse Tung en 1949 y el estallido de la Guerra de Corea en 1950 cambiaron la actitud aislacionista de los EE.UU. y la asistencia económica a Europa se incrementó notablemente. Para muchos autores, el *European Recovery Program*, diseñado por el Secretario de Estado norteamericano George C. Marshall (Plan Marshall), constituye la respuesta americana al pretendido expansionismo de la superpotencia rival⁴⁵.

Sea de ello lo que fuere, lo cierto es que la ayuda estadounidense se tradujo en un importante flujo de dólares hacia Europa Occidental. En 1953, se estimaba que existía en manos europeas un fondo de depósitos de U\$S 13.000 millones, provenientes de fuentes públicas norteamericanas. Por su parte, la inversión privada americana directa en Europa Occidental alcanzaba los U\$S 8.000 millones⁴⁶. En términos relativos, mientras dicha ayuda representaba tan sólo el 4% del P.I.B. del occidente europeo constituía, sin embargo, el 40% de las reservas en divisa estadounidense de su sistema financiero. Este porcentaje no era considerado como garantía suficiente para atender a las necesidades de la reconstrucción del oeste del viejo continente y existía entre las autoridades y agentes económicos una preocupación constante ante lo que se consideraba como una escasez de la moneda americana: el llamado *dollar gap*. En consecuencia, se produjo una decidida tendencia hacia la acaparamiento de activos denominados en la divisa de los Estados Unidos.

Como resultado de esta afluencia y acaparamiento, la balanza de pagos norteamericana presentó, por primera vez, serios problemas de desequilibrio, arrojando un déficit que alcanzó, entre 1952 y 1956, los U\$S 14.000 millones⁴⁷. Aunque el papel del déficit de la balanza de pagos americana en el surgimiento del euromercado ha sido puesto de manifiesto por diversos especialistas⁴⁸, este hecho, por si solo, no explica la conversión del dólar en eurodólar. Nada impedía a los no residentes en los EE.UU. depositar sus dólares en Nueva York o cualquier otra

⁴⁵Vid., entre otros, A. LAMFALUSSY, "The Euro-Dollar Market", *J.W.T.L.*, 1971, n1 2, pp. 388 a 396, esp., p. 389, y J.O. GRABBLE, *International Financial Market*, 30 edición, Nueva York, Prentice Hall, 1995, pp. 9 a 12.

⁴⁶Vid. R.P. McDONALD, *op.cit.* p. 18. Frente a tales cifras, mantener - como lo hace B. TOWNSEND en *Euro DM*, Butterworths, Londres, 1990- que el euromercado tiene su origen en los dólares que los soldados norteamericanos gastaban en las zona alemana por ellos ocupada, al final de la II Guerra Mundial, parece, cuando menos, discutible.

⁴⁷Vid. J.O. GRABBLE, *op. cit.*, pp. 18 y 19.

⁴⁸Vid. por todos, M. STIGUM, *The Money Market*, 30 ed., Nueva York, Down Jones Irwin, 1990.

plaza financiera americana, en lugar de hacerlo en Londres. En efecto, si las divisas norteamericanas no son depositadas en entidades financieras localizadas fuera de los EE.UU. no existen condiciones para negociar esos depósitos al margen de la regulación de la autoridad monetaria: la *U.S. Federal Reserve*. El desplazamiento definitivo de los depósitos en dólares hacia bancos europeos se producirá como consecuencia de otra serie de acontecimientos que a continuación se relatan.

21. El recrudescimiento de la Guerra Fría.

32. El recrudescimiento de la Guerra Fría infundió en las autoridades soviéticas el temor a que el gobierno estadounidense pudiera acordar la inmovilización de los depósitos en dólares mantenidos en bancos de Nueva York por la propia URSS y sus aliados del Este.

En 1948, la decisión del Departamento del Tesoro de los EE.UU de bloquear la transferencia de U\$S 20 millones, correspondientes a las reservas en oro de Checoslovaquia, no hizo más que confirmar dichos temores. Ello determinó el traslado masivo de tales activos hacia instituciones bancarias de Europa Occidental controladas por los propios soviéticos. De esta forma, cualquier intento norteamericano de congelación de esos fondos debía pasar necesariamente por la jurisdicción internacionalmente competente y, además, podría ser interpretado como una agresión contra intereses cuya titularidad, al menos formalmente, correspondía a un aliado. Curiosamente, en esta operación se encuentra el origen del prefijo "euro", con el que se conocerá al futuro mercado internacional. El destino inicial de tales activos fue el *Banque Commercial pour l'Europe du Nord S.A.* -filial parisina del banco estatal de la URSS- de cuyas siglas en forma telegráfica abreviada -*Eurobanque*- proviene el citado prefijo⁴⁹. Sin embargo, casi de inmediato, la entidad francesa sería desplazada por los bancos londinenses.

En Londres, las autoridades de la U.R.S.S. eligieron como refugio para sus activos el *Moscow Narodny Bank*. A diferencia de su colega francés, este banco contaba con la amplia experiencia de sus homónimos británicos en operaciones financieras internacionales y con un ámbito regulador más relajado. La consecuencia inmediata de esas especiales condiciones fue la utilización de tales fondos para prestarlos a otras entidades financieras, con lo que se fue generando, fuera de los EE.UU., un incipiente mercado de depósitos denominados en dólares. Esto dio origen a la leyenda de que la creación del euromercado es fruto de una campaña perfectamente planeada por los soviéticos; si bien, como veremos, en ese advenimiento tuvieron más que ver las propias decisiones de las autoridades estadounidenses que la perfidia del KGB. La intención de los soviéticos no pasaba de poner a salvo sus activos ante el agravamiento de la tensión política o frente a una hipotética demanda por parte de los acreedores zaristas insatisfechos por la Revolución de Octubre. De hecho, las sucursales bancarias soviéticas en Occidente tan sólo actuaron, en principio, como depositarias, sin intervenir en el mercado hasta fines de los años cincuenta, cuando el *Merchants Bank's Market* ya era una realidad.

31. La crisis de la libra esterlina y el *Merchants Bank's Market*.

33. En 1956, el gobierno británico se sumó a la intervención francesa contra la decisión del presidente egipcio, G.A. Nasser, de nacionalizar el canal de Suez. La administración americana no vio con buenos ojos esta operación e invocando la *Neutrality Act* el Departamento del Tesoro estadounidense acordó bloquear los activos de todos los contendientes. A su vez, la Reserva Federal (*U.S. Federal Reserve*) presionó la baja de la libra en los mercados y EE.UU. incluso bloqueó los intentos británicos de solicitar ayuda al FMI, generando una fuga masiva de los activos denominados en libras esterlinas en favor del dólar.

⁴⁹Por una de esas ironías de la Historia, con la adición de este prefijo (euro) el dólar vuelve a sus orígenes europeos. En efecto, el nombre de la moneda norteamericana proviene de *Thaler*, abreviatura de *Joachimsthaler*, nombre de una moneda acuñada a partir de unos grandes yacimientos argentíferos encontrados a principios del s. XVI en el Valle (*Thal*) de *St. Joachim* en el señorío de los Condes de Schlike. A partir del reinado de Carlos V, el uso de dicha moneda será declarado oficial en todos los territorios bajo dominio de la Casa de Austria. De los dominios europeos de la corona española, el *Thaler* se extendió a las colonias americanas. En ellas se acuñaron monedas que conservaron esa denominación, hasta que el nombre derivó, por latinización, en la forma actual: dólar. Vid. J. L. HERRENSCHMIDT, "Histoire de la monnaie", en *Droit et monnaie...*, op. cit., pp. 15 a 32, esp., p. 28.

Ante la imposibilidad de resistir la presión vendedora de su moneda, la reacción del Banco de Inglaterra consistió en imponer determinadas restricciones a las operaciones de financiación del comercio exterior: si los extranjeros no poseen libras no pueden especular contra la libra esterlina cambiándola por los dólares puestos en circulación por la Reserva Federal americana. Sin embargo, el gran volumen del comercio exterior británico -mantenido casi en su totalidad con sus antiguas colonias y denominado en libras- no podía detenerse y precisaba fuentes alternativas de financiación.

34. La solución pasó por la apertura de un mercado de dólares entre determinadas instituciones financieras londinenses (*merchant banks*), puesto que la prohibición del Banco de Inglaterra nada decía respecto de la concesión de crédito en moneda extranjera. Dichas prácticas sólo eran conocidas por una minoría de bancos que poseían el conocimiento y experiencia precisos para el lanzamiento del nuevo mercado. Los *merchant banks* ofrecían un tipo de interés altamente competitivo a los depositantes de dólares, prestando luego esos depósitos para cubrir la demanda generada por la escasez de medios de pago internacionales. Con ello surgió el *Merchant's Bank's Market*, embrión del euromercado⁵⁰.

Así, la protohistoria del mercado de eurocréditos está dominada por un escaso número de bancos comerciales radicados en la *City* londinense -una milla cuadrada- dedicados, sobre todo, a financiar operaciones de comercio exterior. Al principio, las autoridades británicas no vieron con muy buenos ojos su aparición. Ciertamente, la idea de un mercado de US\$ fuera de EE.UU. era bastante extraña. Cuando un escritor especializado del *Financial Times*, PAUL EINZIG, descubrió la existencia del incipiente euromercado, primero se le requirió para que no la desvelase y, finalmente, se le recomendó que no perdiese el tiempo con un fenómeno que, sin duda, sería pasajero⁵¹.

Muy pronto, los acontecimientos se encargarían de poner en tela de juicio las dotes adivinatorias de tales "profetas", dando la razón a P. EINZIG, quien, desde el primer momento, sostuvo que se estaba ante algo realmente nuevo e importante. En cualquier caso, el mercado interbancario de depósitos denominados en dólares permitirá, en el futuro, que los eurobancos confíen en la posibilidad de encontrar fondos a corto plazo para alimentar una cartera de créditos de grandes importes a medio/largo plazo. Para ello aún habrían de ocurrir ciertos hechos que marcarían el despegue definitivo del euromercado y el nacimiento del eurocrédito como fórmula específica de financiación.

⁵⁰Entre las instituciones que reclaman para sí la gloria del invento figuran *Kleinwort Benson* y *Brown Shipley*. Vid. J.O. GRABBLE, *op. cit.*, p. 17; G. BÉKERMAN, *op. cit.*, pp. 8 y 9.

⁵¹Vid. P. EINZIG y B.S. QUINN, *op. cit.*, prefacio, p. VIII.

B. Del *Merchant Bank's Market* al Euromercado.

35. En 1958 se producirá otro de los hitos relevantes en la historia del euromercado: la vuelta a la convertibilidad de las principales monedas europeas. De todas las medidas acordadas en la Conferencia de las Naciones Unidas celebrada del 1 al 22 de julio de 1944 en la localidad de Bretton Woods (New Hampshire) ésta fue la de más tardío cumplimiento⁵².

Aunque para algún especialista este es el año cero en la historia del euromercado⁵³, aún faltaba un último impulso para que el paso del *Merchant Bank's Market* al euromercado fuese definitivo. Este paso lo dio la administración monetaria norteamericana al desplegar toda una batería reguladora con la que pretendía limitar la utilización de su moneda y el acceso por parte de los no residentes en los EE.UU a su mercado financiero doméstico.

11. La vuelta a la convertibilidad de las monedas europeas.

36. Inicialmente, el comercio exterior de la Europa de posguerra se desarrolló a través de un sistema de compensación (*clearing*), creado en el marco de la llamada Unión Europea de Pagos. Este acuerdo permitía, al menos formalmente, hacer frente a los compromisos asumidos en Bretton Woods sin proceder a una verdadera liberalización de los controles de cambios. Sin embargo, aunque el comercio entre Europa Occidental y el área del dólar creció desde US\$ 3.100 millones en 1949 hasta US\$ 10.100 millones en 1959⁵⁴, los EE. UU. continuaban animando a los gobiernos aliados a declarar la libre convertibilidad de sus monedas, como medio de incentivar este intercambio. Prueba de esta actitud es el decidido apoyo oficial americano a las tesis de J. Monnet y R. Schuman acerca de la creación de una Europa unida.

37. La respuesta europea no se produjo hasta finales de 1958, cuando los principales Estados miembros de la Unión Europea de Pagos deciden poner fin al sistema anterior y devolver la libre convertibilidad a sus monedas. A partir de ese momento, los no residentes en los EE.UU., poseedores de depósitos denominados en dólares, podían convertir libremente sus activos en cualquiera de las monedas fuertes europeas y viceversa. Desaparecía así uno de los últimos obstáculos para la aparición de un mercado financiero verdaderamente internacional.

Con todo, la contribución de este hecho al desarrollo de un mercado financiero que operase en dólares, fuera de los límites de la jurisdicción americana, no hubiera sido tan relevante, de no haberse visto acompañado de una serie de medidas restrictivas con las que la administración monetaria federal pretendía limitar, a los no residentes en los EE.UU., la utilización de su moneda y el acceso a su mercado financiero. Con el cierre del principal mercado doméstico, se daba el paso definitivo para que el *Merchant Bank's Market* se convirtiese en euromercado; es decir, en una alternativa a los mercados financieros nacionales.

⁵²En ella, en contra de las opiniones de J.M. KEYNES, triunfaron las tesis defendidas por el economista estadounidense H. DEXTER WHITE, quien abogaba por la creación de un sistema de cambios fijos, anclado en el oro como patrón de referencia, y en una institución internacional -el Fondo Monetario Internacional, (FMI)- que promoviese la cooperación para el mantenimiento de ese sistema. Estos fueron los principales acuerdos alcanzados en la Conferencia: 1) el dólar americano es la moneda de reserva del sistema, fijándose su valor en US\$ 35 la onza de oro; 2) cada Estado miembro establece una paridad para su moneda y se compromete a mantenerla en una banda de flotación de $\pm 1\%$; 3) los Estados miembros sólo pueden alterar el valor de su moneda con autorización del FMI para corregir desequilibrios económicos graves; 4) el FMI se encarga de proporcionar moneda extranjera en forma de préstamos a aquellos Estados miembros cuyas reservas devinieran escasas; 5) los Estados miembros se comprometen a realizar contribuciones al FMI en forma de oro y divisa propia; 6) tras un período transitorio las monedas del sistema serán libremente convertibles entre sí.

⁵³Vid. R.P. McDONALD, *op. cit.*, p. 19.

⁵⁴Vid. J.O. GRABBLE, *op. cit.*, p.12.

21. Las medidas restrictivas de acceso de los no residentes al mercado doméstico estadounidense.

38. El retorno a la libre convertibilidad de las divisas europeas descubrió no sólo que no existía la tan temida escasez de dólares (*dollar gap*) en las reservas de los Bancos Centrales del oeste del Viejo Continente, sino que algunas de sus monedas -especialmente el marco alemán- estaban minusvaloradas respecto de la norteamericana.

Como se ha visto a lo largo de la exposición anterior, el volumen de dólares en manos europeas crecía continuamente (*dollar glut*). Mientras tanto, las posiciones en oro de la Reserva Federal de los EE.UU. se mantenían en los mismos niveles existentes al tiempo de la firma del Convenio constitutivo del F.M.I. (22 de julio de 1944). Era evidente que los EE.UU. no podían hacer frente al compromiso adquirido en Bretton Woods de convertir su moneda en oro a razón de US\$ 35 la onza.

Desde un punto de vista estrictamente económico, el problema podría haberse solventado permitiendo una devaluación del dólar respecto del resto de divisas y del oro. Sin embargo, esta solución no fue tenida en cuenta. Se pensaba que la moneda americana, como unidad ancla y de reserva del sistema monetario internacional, debía ser un valor seguro. Otra opción habría pasado por no actuar. Al fin y al cabo, la acumulación de dólares en manos de no residentes en los EE.UU. era voluntaria y el poseedor de los activos denominados en esa moneda sabía el riesgo que corría. Pese a tales alternativas, la administración monetaria americana convirtió un problema económico en una cuestión política: el presidente J.F. Kennedy llegó a afirmar que temía tanto a la guerra nuclear como a un déficit en la balanza de pagos de los EE.UU.⁵⁵, que era lo que en realidad expresaban los síntomas apuntados.

39. En este contexto, el 18 de julio de 1963, la administración Kennedy promulgó el *Interest Equalization Tax (IET)*, que gravaba fiscalmente la compra de valores extranjeros por residentes norteamericanos. Con ello se paralizaba la emisión de bonos extranjeros en el *Yankee Bond Market* y se establecían las condiciones para el lanzamiento del mercado de eurobonos⁵⁶. En febrero de 1964, el *IET* se extendía a los préstamos de bancos americanos a prestatarios no residentes en los EE.UU., cuyo vencimiento fuese fijado entre doce meses y tres años, alentando el desarrollo del eurocrédito.

Un año después, la administración del presidente L.B. Johnson continuó esta política restrictiva, lanzando el *Voluntary Foreign Credit Restraint Program (VFCRP)*. Realmente, el programa tenía muy poco de "voluntario". De hecho, a partir del 1 de enero de 1968, se convirtió en obligatorio y supuso el establecimiento de cupos máximos a los préstamos de bancos americanos a sus sucursales en el extranjero⁵⁷.

Finalmente, la llamada *Regulation Q*, aunque establecida muchos años antes, cobró especial importancia entre mediados y finales de los años sesenta (1966-1969)⁵⁸. Su pieza central es el *Regulation Q Ceiling Rate*, es decir,

⁵⁵*Ibid.*, p. 13.

⁵⁶El *IET* estuvo en vigor hasta 1974. El año anterior a su establecimiento, los prestatarios no residentes en los EE.UU. habían concertado operaciones por más de US\$ 2.700 millones en el *Yankee Bond Market*. Vid. R.P. McDONALD, *op. cit.*, p. 23.

⁵⁷Vid. J.O. GRABBLE, *op. cit.*, p. 14.

⁵⁸Vid. E. ONTIVEROS y otros, *op. cit.*, p. 214.

un tope máximo al tipo de interés que los bancos estadounidenses podían pagar por los depósitos denominados en dólares. Mientras el precio del dinero en el euromercado se mantuvo en ese nivel no se produjeron problemas pero, a partir de 1966, el interés ofrecido en el mercado internacional era superior -incluso en 500 puntos base- al obtenible en los EE.UU.. La reacción de los medios financieros contra la *Regulation Q* consistió en un desplazamiento de fondos hacia el euromercado. En definitiva, sólo aquellas instituciones que contaban con sucursales eurobancarias podían mantener sus *ratios* de depósitos en dólares a niveles aceptables de competitividad.

El efecto conjunto de todas estas medidas supuso prácticamente el cierre del mercado financiero norteamericano para los prestatarios no residentes en los EE.UU., la pérdida de prestigio de Nueva York como plaza financiera internacional en favor de Londres y un flujo generalizado de activos denominados en dólares hacia el mercado internacional.

40. Tras el cierre del mercado norteamericano, los prestatarios se deciden a requerir grandes sumas de dólares a bancos situados fuera de los EE.UU.. Están, entonces, definitivamente dadas las condiciones para que aparezca el primer crédito sindicado denominado en eurodólares, abreviadamente, eurocrédito. Nuevas instituciones financieras -sobre todo norteamericanas- desembarcan masivamente en la *City* y ponen en peligro el liderazgo de los *merchant banks*. El euromercado adquiere así carta de naturaleza y el reconocimiento como fuente alternativa al principal mercado financiero doméstico.

Una de las primeras transacciones recogidas por los analistas es un crédito de U\$S 100 millones, a cinco años, otorgado a Austria por un sindicato integrado por doce bancos ingleses, concluido en Londres, en 1968⁵⁹. La operación no responde a una estrategia prefijada, sino que surge casi accidentalmente, en el curso de una negociación emprendida por el gobierno de Austria para obtener 40 millones de dólares. Una de las entidades financieras consultadas comentó la posibilidad de recurrir al euromercado a fin de conseguir un mayor volumen de fondos y en condiciones más ventajosas que las existentes en las fuentes financieras domésticas a las que solía acudir el Estado austriaco (Suiza, Alemania). Tomada en cuenta esta sugerencia, el problema consistía en que nadie sabía, en realidad, cómo proceder. Se decidió, entonces, recurrir a quienes, verdaderamente, eran los líderes mundiales en operaciones financieras internacionales: los bancos de negocios (*merchant banks*) londinenses.

Correspondió a la firma *Bankers Trust* el honor de liderar las negociaciones y redactar uno de los primeros *Information Memorandum* que se conocen. En este documento comercial, destinado a la distribución entre los bancos hipotéticamente interesados en participar con aportaciones de fondos, se describía al acreditado y las principales condiciones jurídicas y financieras de la operación. *Bankers Trust* invirtió alrededor de dos meses en ensamblar el sindicato y 6 semanas más en poner a punto la documentación⁶⁰.

Al final, Austria había conseguido más fondos de los que hubiera podido obtener en cualquier mercado tradicional y los bancos participantes quedaron muy satisfechos de la experiencia. Una vez más, la pericia financiera de los bancos de la capital financiera por excelencia resulta decisiva en el lanzamiento del eurocrédito como operación financiera singular. El crédito fue saldado anticipadamente y sin penalización en 1971.

⁵⁹Vid. P. WISEMAN, *op. cit.*, p. 257; R.P. McDONALD, *op. cit.*, pp. 8 y 9. Según éste último, durante el mes de junio del mismo año, se desarrolló otra operación, en la que un sindicato de ocho bancos, liderado por el *Bank of London and South America*, concedió U\$S 15 millones a la Compañía Húngara de Aluminio, pero los datos existentes acerca de la misma son escasos y confusos. *Ibid.* p. 31.

⁶⁰Actualmente, todo el proceso -incluidos el *road-show* y la publicación de la *tombstone*- supone entre 15 y 21 días. Con la expresión *road-show*, se conoce en el euromercado a la presentación de una operación ante la comunidad financiera internacional. *Tombstone* -literalmente, lápida- es el anuncio publicado en la prensa especializada que, con gran riqueza tipográfica, difunde la conclusión de una operación eurocrediticia.

2. CONSOLIDACIÓN DEL EUROMERCADO. EL RECICLAJE DE LOS PETRODÓLARES.

41. En octubre de 1973, los Estados miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (O.P.E.P.) deciden congelar su producción petrolera. El resultado inmediato de esta acción fue un aumento del precio del barril desde U\$S 1.73 hasta U\$S 10. A lo largo del año siguiente, se alcanzaron los U\$S 12 por cada barril de *Arabian Oil*. A consecuencia de la generalización de los desequilibrios en las balanzas de pago, el euromercado experimentó un doble sobredimensionamiento. Del lado de la demanda, las necesidades de capitales de los Estados no productores de petróleo crecen en la misma proporción en que se dispara su factura energética; del lado de la oferta, se produce una inyección en el sistema financiero internacional de ingentes sumas de capitales provenientes de los excedentes generados en las tesorerías de los países productores por el alza sostenida de los precios del crudo.

Este exceso de liquidez se colocará por los países miembros de la O.P.E.P. en forma de eurodepósitos a corto plazo (3 a 6 meses). El proceso descrito, conocido como "reciclaje de los petrodólares"⁶¹, constituirá la base a partir de la cual los eurobanco concederán eurocréditos a medio/largo término (5 a 7 años) a los Estados importadores de petróleo que pudieron, así, financiar el correspondiente déficit de sus balanzas de pagos⁶². El euromercado ya ofrecía, entonces, una fórmula financiera perfectamente acabada que posibilitaba este fenómeno de distribución internacional de liquidez: el crédito sindicado denominado en eurodólares.

⁶¹Vid. Z. MIKASHI, "Les banques, le recyclage des excédents pétroliers et l'aide au développement", *Banque*, 1978, p. 1.352.

⁶²Si, en 1974, el superávit de la O.P.E.P. se estimaba en 55.000 millones de dólares, en torno al 40% de los mismos -unos 23.000 millones- se destinaron al euromercado crediticio; 11.000 millones de dólares se invirtieron directamente en los EE.UU. y 7.000 millones lo fueron en el Reino Unido; 4.000 millones fueron a parar a las arcas de Organizaciones Internacionales para la promoción del desarrollo; finalmente, sólo 7.000 millones se emplearon en conceder préstamos directos por los países de la O.P.E.P. a otros Estados. Vid. P. EINZIG y B.S. QUINN, *op. cit.*, pp. 102 y 103.

42. Como ejemplo de la operativa de esta época, R.P. MCDONALD recoge una operación de 1972 en la que el *Instituto Mobiliare Italiano (IMI)* -holding propiedad del gobierno italiano para promoción del desarrollo industrial- consiguió un eurocrédito por 250 millones de dólares⁶³.

La oferta (*Offering Letter*) de *Manufacturers Hannover Limited (MHN)* -firma financiera londinense, fundada por Minos Zombanakis en 1969, que actuó como Banco Líder o Banco Organizador- es enviada por télex y confirmada por escrito. Del mismo modo se envió la contestación del futuro acreditado, confiando al Banco Líder (*Lead Bank*) el encargo para proceder a las negociaciones pertinentes. El *Information Memorandum* contenía abundante información económica y jurídica tanto acerca del acreditado -actividad industrial y comercial de la empresa, situación financiera y contable- cuanto sobre la operación: importe inicial proyectado (130 millones de dólares); tipo de interés variable, con revisión semestral a partir del *LIBOR*; dictámenes de viabilidad emitidos por expertos legales (*legal opinions*), etc..

La operación se desarrolló de forma ramificada, a través de distintos Grupos de Dirección (*Management Groups*) repartidos por toda la geografía bancaria internacional y se rodeó de una publicidad y un *marketing-road-show*- muy cuidado. El equipo coordinador de la sindicación contaba con todos los adelantos disponibles en la *City* en materia de telecomunicaciones, recibiendo y emitiendo información las veinticuatro horas del día y contactando, durante la fase de montaje, con más de cien bancos de todo el mundo. Finalmente, el sindicato quedó integrado por 29 entidades financieras de primera línea, que aportaron 250 millones de dólares; casi el doble de los 130 millones ofertados inicialmente por *MNH*, con el consiguiente regocijo del acreditado y de todos los participantes.

El *iter* negociador y los términos empleados por *MHN* en la documentación recogieron todos los estándares desarrollados por la práctica hasta ese momento y se convirtieron en un referente clásico para posteriores transacciones. Los cuatro años transcurridos desde la operación austríaca no han pasado en balde. Si en el incipiente mercado eurocrediticio de fines de los sesenta -heredero del *merchant bank's market*- las operaciones son consideradas en términos singulares y negociadas según los patrones del negocio bancario tradicional, en esta fase de desarrollo, el mérito de *MHN* consiste en lanzar la idea de que la concesión del eurocrédito es una línea de actividad financiera distinta y alternativa a la emisión de eurobonos. El eurocrédito comienza a asemejarse a un moderno producto financiero, una fórmula de captación de fondos que está a disposición del mercado de forma permanente.

43. Ni la posterior remoción por parte de las autoridades norteamericanas -alrededor de 1974- de las medidas restrictivas ya analizadas, ni el marasmo generalizado que sacudió a los mercados financieros internacionales al estallar la crisis de la Deuda del Tercer Mundo, han podido, hasta el momento, hacer cumplir las predicciones de los agoreros que saludaron cada uno de estos y otros eventos como el fin del euromercado y del eurocrédito. Al contrario, lo que casi comenzó como un secreto entre unos pocos bancos londinenses se transformaría, en algo más de una década, en la principal plataforma de distribución de liquidez internacional; en un auténtico foro de debate acerca del sistema financiero internacional, con sus propias publicaciones especializadas y en el laboratorio de pruebas de todos los cambios e innovaciones posteriores que afectarán a los mercados financieros, conocidos como "revolución financiera".

⁶³Vid. R.P. MCDONALD, *op. cit.*, pp. 31 y 32.

Para los defensores a ultranza del euromercado, el papel que el eurocrédito desempeñó en la crisis económica desatada a partir del choque petrolero de 1973 constituye el ejemplo de cómo un sistema financiero privado puede proponer una solución a un problema que ni los Estados ni las Organizaciones Internacionales eran capaces de ofrecer⁶⁴. Por contra, para otros observadores menos fascinados por la transnacionalización de los mercados financieros internacionales⁶⁵, la alegría con que los eurobancos se lanzaron a conceder crédito a los países en vías de desarrollo (P.V.D.) está en la raíz de la llamada Crisis Internacional de la Deuda⁶⁶, auténtica pesadilla de los mercados financieros internacionales a principios de la década de los años ochenta. El "escenario de la pesadilla"⁶⁷ era el siguiente.

⁶⁴Vid., por todos, P. EINZIG y B.S. QUINN, *op. cit.*, p. 102.

⁶⁵Vid., por ejemplo, R.P. McDONALD, *op. cit.*, p. IX.

⁶⁶Sobre la crisis de la Deuda de los P.V.D. existe un impresionante volumen de literatura especializada. Entre otros trabajos, resultan de gran interés los siguientes: A. ADEDE, "Legal trends in international lending and investment in the developing countries", *R. des C.*, t. 180, 1983 II, pp. 9-168; E. BURTON, "Debt for Development: A new Opportunity for Nonprofits, Commercial Banks, and Developing States", *H.I.L.J.*, n1 1, vol. 31, 1990, pp. 233 a 256; E.J. DALE, "Third World Debt: Past, Present and Future", *N.Y.L.S.J.I.C.L.*, n1 2, vol. 10, 1989, pp. 183 a 200; C.T. EBENROTH, "The Changing Legal Framework for Resolving the Debt Crisis: a European's Perspective", *I.L.*, n1 3, vol. 23, 1989, pp. 629 a 649; J. MUNS, "Ética y economía: el problema de la deuda externa de los países menos desarrollados", *I.C.E.*, n1 691, marzo de 1991, pp. 135 a 147; A.C. QUAYLE, "New Approaches to LDC Debt Reduction and Disposition: U.S. Legal and Accounting Considerations", *I.L.*, n1 3, vol. 23, 1989, pp. 605 a 627.

⁶⁷La expresión está tomada del artículo de C. GOTTLIEB STEEN y C. CHANCE, "Avoiding the nightmare scenario", *I.F.L.R.*, n1 8, vol. XI, Agosto de 1992, pp. 19 a 22.

3. LA CRISIS DE LA DEUDA DE LOS PAÍSES EN VÍA DE DESARROLLO.

44. A mediados de los años setenta y principios de los ochenta, los P.V.D. no miembros de la O.P.E.P. han llegado al límite de su capacidad de endeudamiento. En el período 1973-1982, la deuda contraída por los P.V.D. frente a los bancos comerciales de EE.UU., Canadá, Europa Occidental y Japón se elevará hasta los 215.000 millones de dólares⁶⁸. Ello suponía, aproximadamente, el doble del Producto Nacional Bruto (P.N.B.) de esos países. Este incremento dramático no sólo se debió al alza de la factura petrolera, sino también a que, hasta este momento, los prestatarios públicos tienen la sensación de que existía un ilimitado suministro de recursos financieros por parte del sistema eurobancario, principalmente, vía eurocréditos. Por entonces no existía en los P.V.D. ni una base de ahorro nacional, ni un mercado de capitales suficientemente desarrollado como para enjugar el creciente déficit de sus balanzas de pagos. La alternativa elegida para financiar este desequilibrio fue el recurso masivo al eurocrédito, lo que elevó notablemente la masa monetaria y desencadenó un proceso inflacionario galopante.

En fin, la fijación política de altos tipos de interés, para atraer capital extranjero, sobrevaloró artificialmente las monedas de los P.V.D. y, consecuentemente, deterioró sus posibilidades exportadoras. Con ello, se acabó por cegar la única fuente de obtención de divisas con las que hacer frente a los compromisos derivados de los créditos concertados con los eurobancos. Hacia 1979, el 52% de la deuda de los P.V.D. correspondía a los tres grandes países latinoamericanos: Brasil, Argentina y México. En términos financieros, ello se traducía en una gran concentración de riesgo. En 1982, era un hecho reconocido por los propios Estados deudores, bancos acreedores y Organizaciones Internacionales que la imposibilidad de los P.V.D. de hacer frente al servicio de su deuda externa podía conducir a una crisis general del sistema de pagos internacional.

El panorama acabaría por complicarse cuando al deterioro de las economías de estos países se sumaron decisiones políticas que no ayudaron a solucionar el problema: la Guerra de las Malvinas entre Argentina y el Reino Unido y la nacionalización de la banca decretada por el presidente mexicano López Portillo. Finalmente, en agosto de 1982, el primer mandatario mexicano anunció la moratoria del pago de los intereses de la deuda nacional. El fantasma de un incumplimiento generalizado que colapsara el sistema financiero internacional hizo su aparición. Las posiciones de las partes eran las siguientes.

45. Pese a que públicamente nunca lo manifestaran, las direcciones de los principales bancos acreedores implicados contemplaban el problema como un gran error por su parte. No existía más salida que la quiebra total del sistema -lo que supondría la de los propios bancos- o una estrategia que alimentara la deuda de los P.V.D. y que, si bien no solucionase el problema, al menos lo aplazara.

La propuesta de las entidades financieras consistió en ofrecer un reescalonamiento de los pagos -*Commercial Multiyears Rescheduling Agreements (MYRA)*- y el compromiso por ambas partes de buscar una solución de futuro. Desde el punto de vista jurídico ello entrañaba no pocas dificultades técnicas. Los *MYRAs* tienen que insertarse en un marco contractual previo extremadamente complicado: por un lado, la estructura sindicada de la parte acreditante implica que cada miembro del sindicato tiene el derecho de considerar el crédito vencido y reclamar su aceleración y, por otro, el efecto dominó de cláusulas como la de insolvencia cruzada (*cross-default clause*) supone el declarar vencidas y exigibles todas las deudas del acreditado una vez que se produce la primera declaración de incumplimiento de cualesquiera de sus obligaciones financieras⁶⁹.

46. A cambio de tal reescalonamiento, los P.V.D. se obligaban a seguir las directrices de política económica que los departamentos especializados de los bancos estimaban correctas. Para la instrumentalización de dichas políticas de ajuste se acudió al F.M.I. Con ello, esta institución, que había quedado vaciada de contenido tras el fracaso del sistema de Bretton Woods, recuperó un inesperado protagonismo⁷⁰. Los gobiernos de los P.V.D. no veían con buenos ojos esta intrusión del F.M.I. en el diseño

⁶⁸Vid. J.O. GRABBLE, *op. cit.*, pp. 43 y 44.

⁶⁹Vid. *infra*, pp. 124 y ss..

⁷⁰Vid. J. GOLD, "IMF: Some Effects on Private Parties and Private Transactions", en J.J. NORTON (editor), *Prospects for International lending...*, *op. cit.*, cap. 13, pp. 1 a 96, esp., pp. 18 a 20.

de su política económica -lo que significaba confesar su propia ineficacia- pero no tenían más remedio que aceptarla. La alternativa era la moratoria, es decir, el embargo comercial, la no renovación de los créditos y el colapso total de sus economías. Su estrategia fue más encaminada hacia la política interior -apareciendo como defensores del orgullo nacional frente a las imposiciones del F.M.I.- que hacia la solución económica.

47. Por su parte, los gobernantes de los Estados desarrollados, cuyas instituciones financieras estaban implicadas en una hipotética -y en algunos casos, real- quiebra generalizada, optaron por no intervenir de forma directa en el problema. Los EE.UU., cuyos bancos eran los principalmente afectados por la crisis, prefirieron actuar por medio de Organizaciones Internacionales como la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (O.C.D.E.) y especialmente el F.M.I. (Plan Baker de 1985 y Plan Brady de 1989)⁷¹.

48. El balance final de la crisis arrojó una inmediata contracción del mercado eurocrediticio. Los eurobancos, inmersos en la alimentación del proceso de renegociación, adoptaron políticas muy restrictivas en lo que a la concesión de eurocréditos se refiere. Los inversores públicos y privados más activos y solventes, percibiendo el deterioro de la capacidad financiera de los bancos internacionales, se desplazaron hacia el eurobono. El eurocrédito quedó como fórmula residual únicamente utilizada por prestatarios de segundo rango y con unas condiciones de negociación durísimas para los mismos⁷².

Una vez más, cuando todo hacía presagiar que la historia del eurocrédito había tocado a su fin, la capacidad de innovación de los agentes del euromercado, el saber financiero, volvió a resultar decisivo, transformando lo que principió como una amenaza de colapso general en tan sólo un problema⁷³. Así, se desarrollaron nuevas fórmulas capaces de ofrecer alternativas a la crisis del sistema: *debt/equity swaps*⁷⁴, mercado secundario y titulización (*securitization*)⁷⁵ de carteras de eurocréditos, etc..

Para muchos especialistas, aunque pueda parecer contradictorio, el sistema bancario privado internacional ha salido reforzado de la prueba de fuego que supuso la crisis de la deuda P.V.D.. Los suministradores de fondos, los canales de transferencia de los mismos y los usuarios finales se han visto obligados a resituar sus posiciones. Ello se habría traducido en una racionalización de la actividad y talla de los acreditantes, una mayor comunicación entre los sectores del euromercado y un incremento general de la eficiencia y flexibilidad del mismo, resultando todos sus participantes beneficiados por una mayor lógica en los comportamientos generales⁷⁶.

Todas estas acciones concertadas consiguieron una reducción del déficit de los tres grandes deudores latinoamericanos desde U\$S 304.000 millones en 1972 hasta U\$S 5.900 millones en 1986⁷⁷. Si

⁷¹Vid. P. FRANCOFFE, "The role of the international financial institutions", *I.F.L.R.*, n1 8, vol. XI, agosto de 1992, pp. 13 a 15.

⁷²Si, en 1981, el eurocrédito sindicado concedió recursos financieros por importe de U\$S 135.000 millones y el eurobono lo hizo por U\$S 44.000 millones; en 1985 los términos prácticamente se habían invertido, correspondiendo al eurocrédito un volumen de U\$S 20.000 millones y al eurobono U\$S 160.000 millones. Vid. A. LOEHNIS, "Prospects for International Lending and reschedulings", en J.J. NORTON (edit.), *Prospects...*, *op. cit.*, cap. 1, pp. 1 a 19, esp., p. 3.

⁷³Vid. R. DEVLIN, "Una visión global de la deuda, ajuste y desarrollo en Latinoamérica", en J. VELARDE, J.L. GARCÍA DELGADO y A. PEDREÑO (coordinadores), *El sistema financiero de la economía española*, Madrid, Economistas Libros, 1989, pp. 235 a 271, en especial, p. 240; P. FALLON, "Images of a collapsing system", *I.F.L.R.*, n1 8, vol. XI, agosto de 1992, pp. 6 a 8; PH. WOOD, "The lessons of state bankruptcy", *I.F.L.R.*, n1 8, vol. XI, agosto de 1992, pp. 9 a 10.

⁷⁴Operación de permuta financiera -*swap*- que consiste en que los acreedores bancarios aceptan acciones de empresas públicas o semi-públicas de los países deudores a cambio de una reducción en la deuda que estos últimos tienen contraída respecto de los primeros. Una panorámica general de estas técnicas puede consultarse en L.C. BUCHHEIT, "The evolution of debt restructuring techniques", *I.F.L.R.*, n1 8, vol. XI, agosto de 1992, pp. 10 a 12; N.M. DILLON, "The Feasibility of Debt-For-Nature Swaps", *N.C.J.I.L.C.Reg.*, n1. 1, vol. 16, 1991, pp. 127-140; A.C. QUALE JR., "LDC Debt-Reduction Techniques...", *op. cit.*, p. 390.

⁷⁵*Securitization* es un neologismo anglosajón traducido al castellano con variadas expresiones como instrumentalización, securitización o, la que aquí se prefiere, titulización. Aplicado a este campo, supone la incorporación de un crédito bancario a un título valor para permitir la movilización del primero fuera del balance de la entidad financiera y facilitar su negociación en los mercados secundarios. Posteriormente nos ocuparemos con detenimiento de esta cuestión capital en la evolución del eurocrédito sindicado. Vid. *infra*, p. 39 y ss..

⁷⁶Vid. P.A. WELLONS, "The Changing Structure of the International Banking Industry: Signs of Stability in Time of Crisis", en D.G. PIERCE, M. CHAN, F. LACROIX y P. PILLOI (editores), *Current Issues of International Financial Law*, Singapur, Malaya Law Review & Butterworths, 1985, pp. 23 a 43.

⁷⁷Vid. A. MILLINGTON, "Rescheduling Sovereign Debt", en B. TERRY (editor), *International Finance...*, pp. 479 a 518, esp., pp. 514 y 515; J.O.

bien, en realidad, dicha reducción se debe más a una disminución drástica de las importaciones por parte de estos países -lo que supone la imposibilidad de renovar el parque industrial, etc.- que al éxito de las recetas del FMI.

Hoy, el problema, mas que solucionado, parece haberse pospuesto. Así puede colegirse de la periódica aparición de episodios como las últimas crisis de los mercados financieros latinoamericanos, arrastrados por el problema de la deuda mexicana ("efecto tequila") o por las dificultades de los mercados bursátiles brasileños ("efecto samba") o la generalización de la denominada crisis asiática⁷⁸.

GRABBLE, *op. cit.*, p. 50.

⁷⁸Vid. SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR, *La economía mundial según el Fondo Monetario Internacional*, B.E.I.C.E., n.º 2591, del 19 al 25 de octubre de 1998, pp. 3 a 9.

4. LA REVOLUCIÓN FINANCIERA.

49. La revolución financiera es uno de los fenómenos económicos más relevantes acontecidos en las últimas décadas en el contexto financiero mundial. Ha supuesto no sólo la aparición de nuevos productos e instrumentos financieros, sino también una auténtica mutación de la organización y relaciones que se dan entre los intervinientes en los mercados financieros internacionales. Llegada de la mano del progreso tecnológico, la revolución financiera ha causado un impacto tan fuerte sobre la economía financiera que ésta ha conseguido independizarse de la llamada economía real, abandonando su tradicional posición auxiliar⁷⁹. Dicho de otra forma, lo peculiar de los mercados financieros contemporáneos es que han conseguido tal grado de autonomía que ellos mismos generan su propio "dinero". Para ello aprovechan la capacidad multiplicadora de éste y las posibilidades de la llamada "ingeniería financiera"⁸⁰: oferta continuamente renovada de fórmulas de financiación que persiguen objetivos específicos y pierden su carácter singular para convertirse en auténticos productos financieros con las más diversas y pintorescas denominaciones: *SWAPs*, *MOFs*, *FRAs*, *ZEBRAs*, *RUFs*, *ICONS*, etc.⁸¹.

No conviene, sin embargo, olvidar la otra cara de la moneda. Esa inmensa capacidad para crear dinero engendra algo inherente a este último, el poder, y ese poder se utiliza y con él se juega bajo unas reglas que no siempre son bien conocidas, ni mucho menos controladas, por los más expertos jugadores. Como no podía ser de otra forma, esas reglas las determina el propio mercado y los mercados financieros se rigen, fundamentalmente, por una palabra: información. Por extraño que pudiera parecer, dichos mercados no se mueven por lo que efectivamente ocurre en un determinado momento, sino por lo que los agentes que operan en ellos piensan o prevén que va a ocurrir.

A partir de ahí, la consecuencia es clara: el gran riesgo que lleva ínsita la economía financiera es el de la especulación⁸²; fenómeno que, en cuestión de segundos, puede hacer aparecer o desaparecer grandes fortunas, desencadenar cíclicamente *cracks* bursátiles -como los acaecidos en 1987, 1997 o, muy recientemente, tras la crisis de los mercados asiáticos-, llevar a la quiebra a instituciones financieras de supuesta indiscutible solidez -asuntos como el del Banco *Barings* en Inglaterra o el de la financiera japonesa *Yamahichi Securities* son buena muestra de ello-⁸³, o dinamitar el Sistema Monetario Europeo⁸⁴.

En el contexto de la evolución histórica del eurocrédito, parece evidente que un fenómeno económico de las dimensiones y características esbozadas merece una reflexión. La misma va especialmente dirigida a poner de relieve las alteraciones que las diversas tendencias integrantes de la revolución financiera (A.) han ocasionado sobre la estructura tradicional y la posición funcional del eurocrédito sindicado (B.).

⁷⁹Sobre las relaciones entre economía real y economía financiera vid. R.G. LIPSEY, *Introducción a la economía positiva*, Barcelona, Vicens Universidad, 120 ed., 1991, pp. 611 y ss., y el número 65 de 1995 de *P.E.E.*, dedicado monográficamente a esta cuestión.

⁸⁰Según explica J. AYUSO en "El poder invisible", *El País Semanal*, 10 de octubre de 1993, la expresión proviene de la palabra japonesa "zaiteku" (*zai*: dinero y *teku*: técnica), traducida por los economistas norteamericanos como Ingeniería financiera@.

⁸¹Vid. L. DÍEZ DE CASTRO y J. MASCAREÑAS, *op. cit.*, p.424.

⁸²Vid. R.G. LIPSEY, *op. cit.*, pp. 624 y ss.; L.M. LINDE, "Las medidas del Banco de España de septiembre y octubre de 1992 penalizando la especulación cambiaria", *P.E.E.*, n1 54, 1993, pp. 301 a 309; J. TOBIN, "Grávense los especuladores", *P.E.E.*, n1 54, 1993, pp. 309 y 310.

⁸³La crisis del Banco *Barings* -emblemática institución financiera británica, que gozaba incluso de la confianza de la familia real- ha sido uno de los episodios más espectaculares de la reciente historia de los instrumentos financieros derivados. Vid. M. A. ARNEDE ORBAÑANOS, "Los riesgos de los instrumentos financieros derivados", *B.E.I.C.E.*, n1 2449, del 27 de marzo al 2 de abril de 1995, pp. 37 y 38.

⁸⁴Vid. L. M. LINDE, *op. cit.*, pp. 301 y ss.; J. TOBIN, *op. cit.*, pp. 309.

A. Principales tendencias que integran la revolución financiera.

La revolución financiera tiene, en mi opinión, tres tendencias integradoras principales: la globalización (11.), la innovación (21.) y la instrumentalización financieras (31.).

11. Globalización de los mercados financieros.

50. Hasta finales de la década de los años cincuenta y principios de los sesenta, los mercados financieros eran básicamente nacionales. En la actualidad, por contra, se habla de globalización para designar el proceso de integración financiera internacional. Decir que el sector financiero es un sector globalizado significa que la posición financiera de cualquier entidad, pública o privada, cualquiera que sea el Estado de su residencia, se ve inmediatamente afectada por su posición en otros espacios financieros, estatales o supranacionales. Ello permite, y a la vez obliga, a la toma de decisiones financieras sobre una base universal.

La globalización ha seguido, básicamente, dos tipos de estrategias: primera, establecimiento de vinculaciones entre las Bolsas de valores de los distintos mercados; segunda, extensión del tiempo de contratación a las veinticuatro horas continuas, permitiendo la negociación más allá de los horarios locales⁸⁵. Tras ella ha aparecido un mercado financiero que no tiene solución de continuidad espacio-temporal, si bien en su seno existen manifestaciones regionales puntuales y distintos grados de integración según los instrumentos negociados.

Esta propensión del espacio financiero hacia la unificación ha ido difuminando las fronteras entre lo doméstico y lo internacional. Ello plantea no pocos problemas desde la perspectiva del control monetario y la supervisión bancaria, a la vez que reclama un incremento de la cooperación internacional en la materia: la actuación reguladora aislada de un solo Estado no conduciría a otra cosa más que a una pérdida de la propia competitividad.

Así, no es de extrañar que instituciones como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial o el Banco de Pagos Internacionales hayan manifestado reiteradamente la necesidad de reformar o redefinir los mecanismos de control y supervisión debilitados por el proceso revolucionario en general⁸⁶.

21. Innovación financiera.

51. Puede definirse como innovación financiera, todo aquel nuevo producto o proceso que redunde en una mayor eficacia de los mercados desde el punto de vista de la óptima asignación de recursos.

⁸⁵Vid. M. MAUREEN SAMUEL, "International Financial Markets and Regulation of Trading of International Equities", *Cal. West. Int. Law. J.*, Vol. 19, n1 2, 1988-1989, pp. 327 a 382; esp., pp. 327 y ss.

⁸⁶Vid. E. ONTIVEROS, "Innovación e integración financiera internacional", en J. VELARDE y otros, *El sector terciario...*, op. cit., pp. 189 a 196; esp., p. 189; <http://www.imf.org>; <http://www.bis.org>; <http://www.worldbank.org>, visitados el 10 de febrero de 2000. Esta cuestión será abordada con mayor detenimiento posteriormente, al tratar de los intereses en presencia, vid. *infra*, pp. 99 a 103.

Dos tipos de factores han contribuido a su desencadenamiento: primero, la reacción de los mercados frente a las regulaciones restrictivas que los Estados ejercen sobre los flujos internacionales de capitales y divisas (factor defensivo); segundo, la respuesta técnica frente a las propias imperfecciones de los mercados financieros tales como la volatilidad de los tipos de interés y de cambio, la posibilidad de arbitraje entre distintos segmentos del gran mercado internacional, las ausencia de recursos líquidos, etc..

En resumen, cabe afirmar que, en un contexto internacional de creciente inestabilidad económica y monetaria y dada la existencia de imperfecciones en los mercados, estos mismos están dispuestos a pagar un precio por aquellos productos o procedimientos que reduzcan los costes de transacción y/o consigan una mejor dispersión del riesgo de las operaciones⁸⁷. Quien mejor consiga satisfacer estas demandas de los mercados estará en mejores condiciones para competir en un espacio económico global y abierto.

Lógicamente, al ser el euromercado un espacio desregulado, desnacionalizado, las innovaciones más extendidas en los mercados financieros internacionales han estado más determinadas por el factor estructural que por el defensivo. En este sentido, con el apoyo de las posibilidades tecnológicas, el proceso de innovación ha girado sobre dos ejes fundamentales: el predominio de los instrumentos crediticios directos sobre los intermediados (eurobono preferido al eurocrédito) y la extensión de las posibilidades de cobertura de riesgos (*swaps*, opciones, futuros, etc.) y de arbitraje.

31. Securitisation: instrumentalización y titulación de activos financieros.

52. Dentro del proceso general de transformación experimentado por los mercados financieros acaecido en la década de los años ochenta, existe un acuerdo generalizado en destacar la importancia del fenómeno conocido como *securitisation* o *securitization*⁸⁸.

Sin embargo, el consenso parece detenerse en ese reconocimiento y la expresión *securitisation*/titulación -o cualquiera de sus equivalentes- es empleada para referirse a conceptos o realidades que se mueven en planos distintos⁸⁹. Por un lado, es frecuente encontrarla designando una tendencia general de los mercados financieros: *securitisation*/titulación en sentido amplio. Por otro, dando nombre a una clase determinada de operación financiera compleja o estructurada (*structured financing*): *securitisation*/titulación en sentido concreto⁹⁰.

Por mi parte, reservaré la expresión titulación para denominar a un concreto tipo de operación financiera y propongo, para calificar la tendencia general de los mercados financieros, el término instrumentalización⁹¹.

53. Al hablar de la instrumentalización como tendencia integrante de la revolución financiera, lo que se desea poner de manifiesto es el desarrollo espectacular del mercado de títulos valores en el ámbito

⁸⁷ Vid. J. VIÑALS y A. BERGÉS, "Innovación financiera e inversión", en J. VELARDE y otros, *El sistema financiero...*, op. cit., pp. 189 a 234, esp., p. 193; T. KIM, op. cit., pp. 201 y ss..

⁸⁸ Vid. AA.VV., "Symposium: International Issues in Cross-Border Securitization and Structured Finance", en *D.J.C.I.L.*, Vol. 8, n1 2, primavera de 1998, pp. 229 a 469; AA.VV., "Titulación de activos", *I.C.E.*, n1 742, junio de 1995; A. ALMOGUERA GÓMEZ, *La titulación crediticia*, Madrid, Civitas, 1995; D.C. BONSALL (edit.), *Securitisation*, Londres, Butterworths, 1990; PH. G. CERNY, "The deregulation and re-regulation of financial markets in a more open world", en AA.VV., *Finance and World Politics*, Cambridge, Edward Elgar, 1993; A. FRACHOT y CH. GOURIEROUX, *Titrisation et remboursements anticipés*, París, Economica, 1995; P.W. FEENEY, *Securitization, Redefining the Bank*, Nueva York, St. Martin's Press, 1995; R.MC CORMICK y H. CREAMER, *Hybrid Corporate Securities. International Legal Aspects*, Londres, Sweet&Maxwell, 1987; J.J. NORTON y R.M. AUERBACK, *International Finance in the 1990s. Challenges and Opportunities*, Oxford, Blackwell, 1993; J. TERRAY, *La titrisation des crédits*, París, GLN-Joly, 1990.

⁸⁹ Vid., M.E. MORÁN GARCÍA, "Tráfico contractual internacional de créditos titulizados y ámbito de aplicación del Convenio de Roma sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales", en *R.G.D.*, núms. 649-650, Octubre-noviembre de 1998, pp. 12.683 a 12.889.

⁹⁰ Alguna literatura especializada, sobre todo norteamericana, se refiere a este tipo de operaciones como *structured financing*. Sin embargo, esa expresión no permite dar cuenta de lo que caracteriza a la titulación/*securitisation* frente a cualquier otra fórmula financiera compleja, esto es, como su propio nombre indica, la emisión, en un determinado segmento de la operación, de *securities*, es decir, de título valores. Vid. J.C. SHENKER y A. J. COLLETTA, "Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers", en *T.L.R.*, Vol. 69, Mayo de 1991, pp. 1.369 a 1.429; esp., nota a pie n1 21, p.1.375 y bibliografía allí citada.

⁹¹ Vid. J. C. SHENKER y A. J. COLLETTA, op. cit., pp. 1.373 a 1.375. La misma distinción entre titulación en sentido amplio -aquí, instrumentalización- y en sentido estricto, puede encontrarse en A. HERNÁNDEZ GARCÍA, "Titulación de activos: aspectos económico-financieros", en *I.C.E.*, n1 742, junio 1995, pp. 7 a 20, esp., pp. 8 a 12.

financiero internacional. Desarrollo apoyado, fundamentalmente, en la aplicación de técnicas bursátiles a la instrumentación de operaciones crediticias⁹². En este ámbito, podría definirse la titulización/instrumentalización, como la tendencia general a la sustitución de las fórmulas financieras intermediadas tradicionales por la emisión de títulos de crédito⁹³.

El auge del negocio de títulos no se debe a una moda o a un movimiento caprichoso de los mercados. La razón profunda estriba en la idoneidad de las técnicas bursátiles para responder a los desafíos que plantea, dada la carencia de una moneda única y la inexistencia de una autoridad monetaria universal, una estructura financiera internacional sujeta a continuas tensiones e incertidumbres.

Según esta tendencia general, los ahorradores preferirían invertir sus fondos en títulos más que en depósitos bancarios, fundamentalmente, porque los primeros les facilitan la más rápida transformación de sus activos en dinero y ofrecen una relación riesgo-rendimiento aceptable. A su vez, las empresas emitirían títulos para atraer esa inversión a un coste menor que el que conlleva la intervención de los bancos. Finalmente, las instituciones financieras pueden transformar por sí mismas sus operaciones de préstamo en instrumentos negociables que posteriormente serán negociados en los mercados secundarios.

La técnica de transformación puede que implique el empleo de una entidad instrumental, es decir, puede que suponga la titulización *strictu sensu* de los créditos, que analizaremos a continuación, pero también puede que no sea así y se recurra a mecanismos como los *Transferable Loan Certificates (TLC)*, *Transferable Participation Certificates (TPC)* y *Transferable Loan Instruments (TLI)*⁹⁴.

⁹²Vid. J.A. AGUIRRE RODRÍGUEZ, en AA.VV., *Curso de introducción a la Bolsa*, Madrid, Instituto Español de Analistas de Inversiones, 1987, pp. 547 a 565; en el mismo sentido, J.F. LEPETIT, "Les banques françaises et le phénomène de titralisation", en PH. KAHN, *Droit et monnaie...*, pp. 353 a 385., esp., p. 353.

⁹³Vid. F. LEROUX, *op. cit.*, p. 259; L. COSTA RAN y M. FONT VILALTA, *op. cit.* pp. 94 a 97.

⁹⁴Los documentos conocidos por las siglas *TLI* y *TLC* o *TPC* son dos de las técnicas desarrolladas para favorecer la circulación, y por ende la liquidez, de las participaciones en eurocréditos. Los primeros son, en esencia, un reconocimiento de deuda del acreditado que incorpora la promesa de pagar un determinado importe -equivalente a los derechos del acreditante original- en una fecha y bajo unas condiciones -las mismas del contrato subyacente- determinadas. El contrato original contiene expresamente una previsión en el sentido de que cada participante puede transformar su participación en uno o varios *TLI* y que la simple transferencia del documento conlleva la transmisión efectiva de la participación. Los *TLC* o *TPC*, por contra, operan a partir del mecanismo de la novación. El principal escollo que ésta presenta para favorecer la rápida negociabilidad de las participaciones es la práctica imposibilidad de obtener o recabar los consentimientos de todos los participantes en el contrato de eurocrédito para perfeccionar la sustitución subjetiva. El *TLC* permite superar este obstáculo ya que, en última instancia, no es más que un documento anejo al contrato original en el que consta una oferta irrevocable de novación. Esta oferta está firmada por todos los participantes en el eurocrédito original que, de esta forma, entienden que han prestado anticipadamente su consentimiento, a efectos novatorios. Basta, así, con completar el certificado y entregarlo a determinadas entidades específicamente mencionadas en el mismo para que se entienda sustituido el adquirente originario por el tenedor del documento. Vid. CARVER, J.P.: "The Development of the Market in Participations en Syndicated Loans and Acceptance Credits: Some Pitfalls and their Solution", en D.G. PIERCE y otros (editores), *Current Issues...*, pp. 308 a 321; R.H. RYAN JR., *International Bank Loans Syndications and Participations*, en R.S. RENDELL (edit), *International...*, *op. cit.*, pp. 15 a 30.; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, p. 123.

54. Por contra, cuando hablemos de titulización/*securitisation* en sentido estricto, es decir, como operación financiera concreta, se estará haciendo referencia a una innovación singular, que aquí denominaremos titulización.

Esta consiste en que el propietario *-originator* o promotor de la operación de titulización- de una determinada cartera de créditos la vende o transfiere a una entidad jurídicamente separada *-Special Purpose Vehicle (SPV)*, fondo de titulización o entidad instrumental- la cual procede a emitir títulos en los mercados de valores, de forma que los flujos de caja generados por los activos transferidos por el promotor actúan como fondo de garantía o respaldo *-asset backed securitisation-* de la emisión. El producto de la colocación de los títulos entre los inversores es transferido por la entidad instrumental al promotor, cumpliendo así la operación su finalidad financiera.

En definitiva, si bien toda operación de titulización implica una instrumentalización, no toda instrumentalización es equivalente a titulización: instrumentalización sería el género y titulización la especie, caracterizada por la interposición en el proceso de una entidad instrumental.

B. Consecuencias de la revolución financiera.

55.)Cómo ha afectado este fenómeno al euromercado, en general, y al eurocrédito, en particular?. La revolución financiera, por sí sola o aliada con otros fenómenos a ella asociados, ha dejado huella en la configuración tradicional del euromercado.

Así, la instrumentalización o tendencia general hacia la titulización de activos financieros ha incidido directamente en la configuración subjetiva de la parte acreditante, dando entrada a firmas especializadas en el negocio de títulos valores, compañías de seguros, etc.; la liberalización de los mercados internos ha supuesto la alteración del perfil tipo del prestatario, de forma que un creciente número de empresas de tamaño medio acuden al euromercado; la tendencia hacia la continua innovación ha generado una auténtica multiplicación de las alternativas financieras, combinando fórmulas propias de los mercados de crédito con aquellas características de los mercados de capitales; las posibilidades tecnológicas, en fin, han ocasionado una peligrosa propensión hacia los depósitos de cariz claramente especulativo, depósitos *overnight*⁹⁵, etc..

Tampoco el eurocrédito ha resistido los embates de la revolución financiera. Mediados los años ochenta, se habían producido cambios fundamentales en el escenario y en la estructura típica tradicional del crédito sindicado denominado en euromonedas. Los bancos activos en el sector han reducido su número enormemente y no es extraño encontrar operaciones por importes de U\$S 1.000 millones⁹⁶. A continuación, se pasa revista a algunas de las transformaciones más importantes sufrida por los créditos sindicados denominados en euromonedas.

11. Innovación financiera y eurocrédito.

56. Como vimos, hay un acuerdo general en señalar, como principales estímulos de la innovación financiera, las imperfecciones de los mercados financieros y las nuevas exigencias de los demandantes de financiación. Las incertidumbres abiertas en el marco económico internacional a principios de los años ochenta -crisis de la Deuda P.V.D., volatilidad de los tipos de interés y de cambio- generó la necesidad de adaptación de la estructura del eurocrédito a las renovadas demandas de los acreditados internacionales. Los frutos de ese proceso de ajuste comenzaron a percibirse a fines de la década de los ochenta.

Tras la dramática contracción de la actividad de los mercados de crédito internacionales, consecuencia, en gran parte, de la crisis de la Deuda de los P.V.D., comienza un período de fuerte recuperación. Este relanzamiento está presidido por una alteración en la composición de los demandantes de financiación intermediada. La fuga del acreditado soberano -protagonista tradicional del mercado eurocrediticio- hacia el eurobono y los mercados domésticos más desarrollados ha sido cubierta por las

⁹⁵Depósitos realizados en el euromercado interbancario que vencen en 24 horas o menos.

⁹⁶Vid. A.C. CATES, "Developments in International Syndications", en J.J. NORTON, *Prospects...*, op. cit., p. 2.

empresas privadas, especialmente por grandes firmas norteamericanas inmersas en procesos de fusión⁹⁷. El cambio en la configuración subjetiva del acreditado medio ha forzado una flexibilización de las características típicas del eurocrédito.

⁹⁷ Así, en 1988, el 80% de los créditos concedidos lo fueron a empresas industriales privadas, de los cuales el 35% correspondieron a operaciones de fusión localizadas mayoritariamente en los EE.UU. *Vid.* E. ONTIVEROS y otros, *op. cit.*, pp. 254 y 255.

Uno de los resultados más notables de este proceso de acomodación lo constituye la aparición de las *multi-option-facilities (MOFs)*. Calificadas como la "tercera generación" de *Euronotes Facilities*⁹⁸, combinan las ventajas de la financiación bancaria tradicional sobre una base rotativa (*roll-over*)⁹⁹ y las de los mecanismos competitivos de subasta asociados a programas de euronotas, ofreciendo al prestatario la posibilidad de optar por utilizar su línea de eurocrédito o recurrir a la colocación de los títulos, si ésta es posible¹⁰⁰.

57. Desde otra perspectiva, la innovación financiera ha puesto a disposición de los eurobancos nuevos instrumentos que les permiten reequilibrar sus carteras de eurocréditos o cubrir los riesgos derivados de las mismas. Una de las figuras a las que con mayor frecuencia se recurre en este contexto es la ya mencionada *swap* o permuta financiera¹⁰¹. Las principales modalidades de *swap* a las que han acudido los bancos internacionales son *Asset for Asset Swap*¹⁰²; *Asset for Debt Swap*¹⁰³ y *Asset Sales for Cash Swap*¹⁰⁴.

21. Globalización y eurocrédito.

58. Entre las consecuencias más notables del proceso de globalización se encuentra la difuminación de las fronteras existentes entre los distintos sectores que integran el sistema financiero internacional: mercados domésticos y mercados internacionales.

Dentro de ellos cabe distinguir, a su vez, los mercados de crédito de los mercados de capitales¹⁰⁵.

La razón de la distinción entre mercados domésticos y mercados internacionales radica en la propia presencia del Estado como entidad soberana individual. Al igual que el pluralismo jurídico constituye un presupuesto básico del D.i.pr., el "pluralismo monetario" es presupuesto de la existencia de los mercados financieros internacionales. Sin la presencia de una pluralidad de entidades estatales soberanas, cada una con su unidad monetaria y su política económica autónoma, sólo existiría un gran mercado financiero doméstico.

Consecuentemente, las diferencias entre mercados domésticos y mercados internacionales responden, principalmente, a las políticas reguladoras de los Estados. Sin embargo, a partir de los años ochenta, las autoridades monetarias se van dando cuenta de lo improbable de sus esfuerzos y emprenden un decidido movimiento liberalizador de las transacciones financieras

⁹⁸*Euronotes Facilities* (también *Commercial Paper* o, en España, Pagarés de Empresa). En sentido estricto, son títulos emitidos en el mercado de eurobonos, a muy corto plazo, renovables constantemente y con tipo de interés variable. En caso de que la emisión no tenga éxito entre los suscriptores potenciales se activa un soporte financiero de seguridad que recibe la denominación de *back stop* y que, en realidad, es un eurocrédito *standby* o "crédito en espera": línea de crédito abierta por un banco y por un plazo determinado a cambio del pago de una comisión de disponibilidad. Suelen distinguirse cuatro "generaciones" de *Euronotes*: *Revolving-Underwriting-Facilities (RUFs)*; *Notes-Issuance-Facilities (NIFs)*; las ya descritas *MOFs* y *Euro-commercial-Paper (ECP)*. Vid. L. COSTA RAN y M. FONT VILALTA, *Nuevos instrumentos...*, op. cit., pp. 26 a 29.

⁹⁹Vid. *infra*, pp. 81 y ss..

¹⁰⁰Vid. E. ONTIVEROS y F.J. VALERO, "Nuevas tendencias en el sistema financiero internacional", en *P.E.E.*, n1 44, 1990, pp. 205 a 223, esp., p. 213.

¹⁰¹Sobre el *swap* o permuta financiera vid. R. ALONSO SOTO, *Ala permuta financiera*, en A. ALONSO UREBA y otros (coords.), *Nuevas entidades...*, op. cit., pp. 431 a 452, esp., p. 440; F.A. CAPUTO NASSETTI, "Interest Rate Swaps e Interest Rate and Currency Swaps", *Dir. Comm. Int.*, n1 4.2, julio-diciembre de 1990, pp. 675-706; *idem*, "Considerazioni in tema di SWAPS", *Dir. Comm. Int.*, n1 7.2, enero-junio de 1993, pp. 321-356; C. CHAZOT y P. CLAUDE, *Les Swaps. Concepts et Applications*, 20 ed., París, Economica, 1995; M.S. LUDWIG, *Understanding Interest Rate Swaps*, Nueva York, Mc Graw-Hill, 1993.

¹⁰²El *Asset for Asset Swap* vincula a dos bancos que intercambian sus participaciones en eurocréditos concedidos por cada uno a diferentes acreditados. Así, a partir de 1984 comenzó a cambiarse cuatro dólares de deuda polaca por tres dólares de deuda mexicana. Al existir diferentes tasas de descuento para diferentes deudas, los contratos suelen incluir una compensación en efectivo de la diferencia de valor de los créditos. Vid. M.H. O'DONOGHUE y E. BARBARÁ DE PARRÉS, "México faces the question of swaps", *I.F.L.R.*, n1 1, vol. XIII, noviembre de 1994, pp. 19 a 22. Otra versión de este mecanismo de permuta, al que, p. ej., recurrió Argentina en 1985, es el intercambio de deuda por propiedades reales. Vid. P. MARKEY, "A Practitioners Guide to Debt for Equity Swaps: the Argentine Model", *L.P.I.B.*, n1 1, vol. 23, 1991-1992, pp. 239 a 257.

¹⁰³El *Asset for Debt Swap* es una operación a tres bandas: en 1984 un banco brasileño saldó una deuda contraída frente a un banco norteamericano por medio de un crédito que el primero tenía contra un banco español. De esta forma, la institución financiera estadounidense reemplaza en su balance el derecho de crédito que tenía contra la entidad brasileña por un derecho de crédito contra el banco español. Vid. W. DEBEVOISE y M.W. OSHIMA, "Brazil's commercial bank debt restructured", *I.F.L.R.*, n1 1, vol. XIII, noviembre de 1994, pp. 36 a 43.

¹⁰⁴El *Asset Sales for Cash Swap* supone una transacción de intercambio en la que intervienen activos financieros de diferente naturaleza, p. ej., un banco norteamericano cambia dos millones de dólares USA en deuda brasileña por un millón en efectivo y otro millón en deuda mexicana. Vid. M.H. O'DONOGHUE y E. BARBARÁ DE PARRÉS, op. cit., pp. 19 y 20.

¹⁰⁵Vid. D.W. WISE, "The Evolving Role of Financial Intermediaries and the Rise of the Universal Financial Market", en J.J. NORTON (editor), *Prospects...*, op. cit., cap. 5, p. 3; también A. LOHENIS, op. cit., p. 8.

internacionales. De esta forma, los operadores y participantes en los mercados de dinero comienzan a tomar sus decisiones sobre una base de análisis mundializada y las barreras entre mercados domésticos y mercados externos comienzan a hacerse más tenues¹⁰⁶.

También la línea fronteriza entre mercados de crédito y mercados de capitales va perdiendo nitidez. Si bien sigue existiendo una diferencia fundamental entre ambas fórmulas de financiación -mercados intermediados crediticios y mercados directos o de capitales- no tiene por qué subsistir, se dice, la discriminación entre las entidades que tienen acceso a uno u otro sector¹⁰⁷. Ejemplo de esta desaparición de fronteras intersectoriales es el desarrollo de fórmulas como las *Revolving-Underwriting-Facilities (RUFs)*: emisiones de títulos al portador, generalmente pagarés a corto plazo (3 a 6 meses), renovables y garantizadas (*back stop*) por un sindicato bancario, a través de una línea de crédito *standby* (eurocrédito en espera) a medio o largo plazo¹⁰⁸.

31. Titulización, instrumentalización y eurocrédito.

59. De todas las tendencias integrantes del fenómeno revolucionario, es la denominada titulización -tanto en sentido amplio cuanto en sentido estricto- la que ha dejado más honda huella en el crédito sindicado denominado en eurodivisas.

A impulsos de la titulización en sentido amplio -es decir, de la instrumentalización- el mercado se ha abierto a participantes no bancarios. Lo que hasta mediados los años ochenta había sido un exclusivo coto bancario, ha visto la irrupción de compañías aseguradoras, entidades financieras no bancarias e incluso el desafío de algunas grandes empresas -p. ej. Grand Met en el sector alimentario- que han liderado por sí mismas operaciones de crédito sindicado¹⁰⁹. El incremento de la competencia se ha traducido en un drástico descenso de los márgenes tradicionales de beneficio de los bancos (*spread* o margen cargado sobre el tipo de referencia) y la lucha se ha trasladado hacia las diversas comisiones que el acreditado tiene que satisfacer a los acreditantes en función del distinto nivel de participación de estos últimos en la dirección de la operación.

60. Por otra parte, la utilización por los eurobancos de la técnica de los créditos titulizados -titulización en sentido estricto- ha potenciando la definitiva aparición de un auténtico mercado secundario de eurocréditos, proceso que ha sido bautizado como la "licuefacción" del euromercado¹¹⁰.

Con el estallido de la crisis de la deuda, los grandes bancos internacionales se dan cuenta de que siempre es mejor mediar en las operaciones que asumir riesgos crecientes, en busca de márgenes de beneficio cada vez más estrechos. Sin embargo, la ejecución práctica de esta idea chocaba con la propia realidad del mercado crediticio que ha sido tradicionalmente caracterizado por la carencia de un mercado secundario o mercado de negociación¹¹¹.

Como es sabido, la principal función de estos mercados de negociación es proporcionar liquidez a los mercados primarios o mercados de emisión. Definida la titulización como aquel procedimiento en virtud del cual un activo financiero no transferible es transformado en un título de crédito negociable con la intervención (*pass-through*) de una entidad instrumental (*SPV* o fondo de titulización), la incorporación del activo a un título y el desarrollo de unas condiciones tecnológicas y jurídicas apropiadas -que permitan la creación de un verdadero negocio de compra y venta de esos títulos- posibilitará la aparición del mercado secundario.

Ejemplo de ello, la tendencia hacia la titulización de las participaciones de los eurobancos en la deuda de los P.V.D. es un hecho consumado y ha sido decisiva a la hora de poder ofrecer una salida a la ya tantas veces mencionada crisis¹¹². Dichas participaciones son transferidas a una sociedad instrumental (*SPV*, fondo de titulización) la cual emite títulos negociables que tienen el respaldo de los activos transferidos por la entidad promotora de la titulización (*originator*, promotor) quien obtendrá a cambio el producto de la venta de los títulos.

En suma, la titulización ha tenido dos consecuencias importantes. Primera, no ha barrido a la banca

¹⁰⁶Exponente típico de esta actitud es la *Regulation 415* de la *Stock Exchange Commission (SEC)* que supuso el fin de la distinción entre el mercado doméstico norteamericano de bonos y el mercado de eurobonos al abolir las retenciones fiscales (*withholding taxes*) sobre los primeros. En este marco, las llamadas "emisiones globales", por ejemplo, las llevadas a cabo por el Banco Mundial en septiembre de 1989, tienen por destino tanto el euromercado cuanto el mercado doméstico estadounidense, al incluir la posibilidad de pasar de uno a otro cuando el prestatario está radicado en Norteamérica; supuesto en el que se encontraba, p. ej., uno de los principales participantes en las operaciones citadas: *Citicorp*.

¹⁰⁷Así, p. ej., en los Estados Unidos, desde fechas muy tempranas, quedó establecida claramente la distinción entre mercado de crédito y mercado de capitales por medio de la *Glass-Steagall Act*, unida a otras disposiciones reglamentarias de la *Federal Reserve*.

¹⁰⁸*Vid.* L. COSTA RAN y M. FONT VILALTA, *op. cit.*, p. 26; L. DÍEZ DE CASTRO y J. MASCAREÑAS, *op. cit.*, pp. 424 y ss..

¹⁰⁹*Vid.* CH. DE BOISSIEU, "La innovación financiera y la regulación monetaria", en *I.C.E.*, n1 688, diciembre de 1990, pp. 43 a 59, esp., p. 46.

¹¹⁰*Vid.* E.P.M. GARDENER, "1992 and the Future of Securitization in Western Europe", en J.J. NORTON, *Asset...*, *op. cit.*, pp. 362 a 387, esp., p. 374.

¹¹¹*Vid.* TH. ALBRECHT y S.J. SMITH, "Corporate loan securitization: selected legal and regulatory issues", *D.J.C.I.L.*, vol. 8, n1 2, spring 1998, pp. 411 a 452, esp., pp. 431 a 447.

¹¹²*Vid.* J.P. CARVER, "The Development of the Market in Participations in Syndicated Loans and Acceptance Credits: Some Pitfalls and their Solution", en D.G. PIERCE y otros (eds.), *Current Issues of International Financial Law*, Singapur, Malaya Law Review & Butterworths, 1985, pp. 308 a 321; R.H. RYAN JR., "International Bank Loans...", *op. cit.*, pp. 15 a 30.

tradicional del ámbito financiero internacional, pero le ha obligado a cambiar su modelo de gestión: el centro de gravedad del mismo ya no es el equilibrio activo/pasivo, sino la gestión de carteras de crédito. Segunda, la aplicación de técnicas bursátiles a la actividad bancaria tradicional ha añadido a los riesgos típicos -técnicos, de gestión, etc.- el riesgo especulativo¹¹³.

Los problemas surgen cuando títulos que poseen como respaldo operaciones financieras internacionales gestionadas por bancos; es decir, por entidades que dominan los riesgos y equilibran profesionalmente sus carteras, son adquiridos por operadores que carecen de esa experiencia o cuyos decisiones financieras responden a criterios bien distintos.

¹¹³Hace una década, un *broker* norteamericano, el Banco *Drexell Burnham Lambert*, aprovechó la vertiente especulativa de la titulización, comenzando así la historia de los bonos basura o *junk bonds*. Vid. M. ZEY, *Banking on Fraud. Drexel, Junk Bonds, and Buyouts*, Nueva York, Aldine de Gruyter, 1993, pp. 157 y ss..

5. La Unión Económica y Monetaria (U.E.M.).

61. En cumplimiento de lo dispuesto en el apartado 4 del art. 121 T.C.E.¹¹⁴ (ex art. 109 J), el 1 de enero de 1999 se ha creado la denominada zona euro. Con ello se inició la tercera fase del proceso conocido como U.E.M., que debe concluir, el 1 de enero del año 2002, con la sustitución definitiva y completa de las monedas de los Estados participantes por la moneda única europea: el euro.

Dentro de un sistema económico globalizado en el que la movilidad de los flujos comerciales y financieros es cada vez mayor, los Estados participantes en la fase definitiva de la U.E.M. -Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, y Portugal- establecen una amplia zona de estabilidad que reduce notablemente algunas de las incertidumbres estructurales de los mercados financieros internacionales a las que tantas veces se ha hecho referencia en páginas anteriores.

Aunque no es este un trabajo de investigación dedicado a la U.E.M.¹¹⁵, el impacto de la misma sobre los mercados financieros internacionales es de tal trascendencia que su análisis, siquiera somero, no puede ser obviado. Al margen de las referencias puntuales que se irán haciendo al hilo de posteriores análisis (euromonedas como elemento objetivo del contrato

¹¹⁴ Tratado de Amsterdam por el que se modifican el Tratado de la Unión Europea, los Tratados Constitutivos de las Comunidades Europeas y determinados actos conexos, firmado en Amsterdam el 2 de octubre de 1997, *Vid.* Instrumento de Ratificación por parte de España en el *B.O.E.* nº 109, de 7 de mayo de 1999.

¹¹⁵ Sin ánimo exhaustivo, pueden consultarse, respecto de la U.E.M., AA.VV., *Les aspects juridiques du passage à l'Euro*, Université J. Moulin, Lyon, 1996; AA.VV., *La economía española ante una nueva moneda: el euro. XII Jornadas de Alicante sobre economía española*, Madrid, Civitas, 1998; A. ANCHUELO CREGO, *Consecuencias Económicas del Euro*, Madrid, Civitas, 1998; D. CARREAU, *Union économique et monétaire*, *Juris-Classeur Europe*, Fasc. 1811, 1997; P. DE GRAUWE, *Teoría de la Integración monetaria. Hacia la Unión Monetaria Europea*, Madrid, Celeste, 1994; U. DRAETTA, *AL Euro e la continuità dei contratti in corso*, *Dir. Comm. Int.*, 1997, pp. 3 a 24; M. LÓPEZ ESCUDERO, *ALa articulación de la Unión Económica y monetaria en su fase definitiva*, *R.D.C.E.*, julio-diciembre de 1998, pp. 389 a 426; J. LEBULLENGER, *ALa projection externe de la zone euro*, *R.T.D.E.*, nº 4, octubre-diciembre de 1998, pp. 459 a 478; L. Malferrari, *ALe statut juridique de leuro dans la perspective du droit allemand, européen et international*, *C.D.E.*, 1998, núms. 5 y 6, pp. 509 a 560; M0.L. PEINADO GRACIA, *Los mercados financieros españoles y la UEM*, Madrid, Civitas, 1999; J. PIPKORN, *ALegal arrangements in the Treaty of Maastricht for the effectiveness of the Economic and Monetary Union*, *C.M.L.R.*, 1994, nº 2, pp. 372 a 411; L. THÉVENOZ, *ALa monnaie unique et les pays tiers un point de vue suisse*, *R.D.A.I./I.B.L.J.*, nº 3, 1997, pp. 275 a 317; C. VISCO y L. SIMONETTI, *ALeuro e il problema della continuità dei contratti*, *Dir. Com. Int.*, 1998, pp. 107 a 134.

eurocrédito, la aparición de un nuevo tipo de referencia -el EURIBOR-, etc.), en las páginas que siguen se describen brevemente algunas de las consecuencias económicas (A.) y jurídicas (B.) que la adopción del euro proyecta sobre el objeto de estudio.

A. Consecuencias económicas.

62. Desde una perspectiva económica, la aparición de la moneda única europea es factible que produzca dos efectos principales, a corto o medio plazo: primero, contribuirá a reducir las incertidumbres y riesgos propios de los mercados financieros internacionales (11.); segundo, el euro ocupará una posición central en los mercados financieros internacionales suponiendo, por vez primera, una seria alternativa al liderazgo del dólar norteamericano (21.). Pero no todo son luces en este nuevo panorama, también es preciso dar cuenta de las dificultades que puede plantear la articulación de las relaciones entre las monedas de los Estados Miembros de la U.E. que no participan en la fase final de la U.E.M. (Estados Apre-ins[®]) y la moneda de los Estados integrados en la zona euro (Estados Ains[®]) (31.).

11. Contribución del euro a la estabilidad y eficiencia del sistema financiero internacional.

63. La culminación del proceso de unificación monetaria europea supone una profunda modificación del panorama financiero internacional. Si el euro cumple, como todo parece indicar, las condiciones de moneda segura y de uso extendido, contribuirá a reforzar el sistema financiero internacional en una doble dirección: aumento de la estabilidad y mayor eficiencia.

En términos de estabilidad, resulta obvio que la adopción por los 11 Estados participantes en la fase final de la U.E.M. de una moneda única, con una política monetaria, en un primer momento, coordinada a través del Sistema Europeo de Bancos Centrales y, posteriormente, gestionada en exclusiva por el Banco Central Europeo, implica una simplificación del panorama financiero internacional y una consiguiente reducción de las tensiones cambiarias.

En términos de eficiencia, es posible aventurar también una tendencia a la reducción de los costes del eurocrédito, vía reducción del tipo de interés, esta vez. La estructura del tipo de interés del crédito sindicado denominado en euromonedas consta de un tipo de referencia (LIBOR, EURIBOR, MIBOR), reflejo del coste de refinanciación de los bancos, al que se añade el margen o *spread* el cual, entre otros factores, expresa la prima que el acreedor percibe por una posible depreciación de la divisa en la cual su derecho de crédito viene denominado. A una moneda más estable -el euro- es previsible que se correspondan tasas de interés más bajas y menos volátiles.

Todo ello redundará en beneficio tanto de los agentes económicos cuanto del propio sistema financiero internacional en su conjunto. Por una parte, es factible que el acceso a la financiación internacional sea más seguro y, consiguientemente, se incremente la competencia entre las entidades financieras de primera línea, con la pertinente reducción de costes, especialmente, de las comisiones a satisfacer por la organización de la operación. Por otra, la simplificación del panorama monetario debería traducirse en un incremento de la cooperación internacional. Ahora impera una situación de igualdad entre dos grandes bloques económicos -la zona euro y el área de influencia del dólar- lo que hace más necesario que nunca que se multipliquen los esfuerzos de coordinación entre la política monetaria practicada por la Reserva Federal de Estados Unidos y lo que lleve a cabo el Banco Central Europeo¹¹⁶.

21. El papel futuro del euro en los mercados financieros internacionales.

64. Es de suponer que, completada la U.E.M., el euro se convierta en una de las principales monedas internacionales; primero, por el efecto de sustitución de las divisas nacionales; segundo, por la importancia económica de la zona euro; tercero, por su propio atractivo como activo financiero estable.

¹¹⁶Vid. C. SOLCHAGA, *AEuro, feliz aniversario*, *El País Digital*, 3 de enero de 2000; YVES-THIBAUT DE SILGUY, *The euro and Global Financial Markets*, conferencia pronunciada en el LIFFE City Lecture, Londres, 5 de Febrero de 1998, texto recogido en <http://europa.eu.int/euro/html/page-dossier5.html?dossier=87&lang=5&page=9&nav=1>, visitado el 14 de enero de 2000.

En primer lugar, la sustitución de las monedas nacionales por la moneda única supondrá una reducción del espectro de monedas utilizadas para denominar las operaciones eurocrediticias. Así, según datos de diciembre de 1998, del total de operaciones realizadas en el euromercado, las transacciones denominadas en dólares siguen liderando el mercado eurocrediticio, alcanzando un 59.1%, el marco alemán supone un 13%; el yen un 7%; el franco suizo el 5.1%; el ECU, en torno al 3.8%; la libra esterlina el 3.1%; y una cesta de monedas residuales, entre las que hay que incluir el dólar canadiense, el dólar australiano, el franco francés y el florín holandés, que suponen un porcentaje del 8.8%¹¹⁷. Consecuentemente, de mantenerse estos porcentajes, cuando se produzca la definitiva sustitución de las monedas nacionales por el euro -no más tarde del 31 de diciembre del 2001- éste partiría como segunda moneda más utilizada en el gran bazar mundial del dinero; basta con sumar las operaciones denominadas en las principales monedas sustituidas para comprobarlo.

Pero, es más, los expertos están convencido de que el protagonismo del euro en los mercados financieros internacionales va a ser mayor que el que posee en la actualidad el conjunto de las monedas nacionales de los países partícipes en la U.E.M.. A día de hoy, el volumen de contratación de los mercados financieros en la Europa continental es reducido en comparación con el de las grandes plazas financieras mundiales (Nueva York, Londres, Tokyo) y está por debajo del que corresponde al potencial económico de los países de la Unión Europea. Este mayor protagonismo virtual se derivaría, entre otros factores, del mayor tamaño, liquidez y profundidad del mercado de la moneda única europea; del rigor de las políticas monetaria y presupuestaria, lideradas por el Banco Central Europeo; de la desaparición de las barreras que protegen las ventajas competitivas de los mercados y operadores domésticos, que conllevará el consiguiente incremento de la competencia; de la adopción de unos sistemas de pago y de liquidación comunes para el conjunto de la zona euro; del aumento previsible de la inversión transfronteriza; de la mayor transparencia de los precios debido a la desaparición del riesgo de cambio entre las monedas convergentes y de la creación de una curva de interés para todo el área del euro; de la ya constatable intensificación de las fusiones y absorciones y la multiplicación de pactos y alianzas estratégicas entre instituciones financieras¹¹⁸.

¹¹⁷Fuente, <http://www.systemics.com/docs/fc/tools.htm>.

¹¹⁸*Vid. Efectos generales del euro sobre los mercados financieros*, <http://www1.elpais.es/bbv/eurohome.htm>, visitado el 20 de enero de 2000.

En segundo término, la moneda única pasará a ser un importante instrumento de pago y facturación en el comercio mundial, en sintonía con la substancial proporción que corresponde a Europa dentro del mismo¹¹⁹. La zona euro, con un 5% de la población mundial (Estados Unidos 4,6%, Japón 2,2%), posee el 19,4% del P.I.B. mundial (Estados Unidos 19,6% y Japón 7,7%). Estamos hablando de un mercado de 370 millones de consumidores, cuyo comercio exterior (630 millones de Ecu) representa el 18,6% del comercio mundial, frente al 16,6% de los EE.UU. y el 8,2% correspondiente a Japón.

A tal importancia desde el punto de vista de la economía comercial debe corresponderse un comportamiento simétrico en términos estrictamente financieros. El euro es la moneda de un área particularmente saneada, desde el punto de vista de las grandes cifras macroeconómicas, debido a las exigencias de los planes de convergencia y a la ortodoxia del Banco Central Europeo. Con que tan sólo se beneficien del mismo coeficiente de internacionalización que disfruta actualmente el marco alemán, estaríamos considerando una moneda utilizable en torno al 30% de las exportaciones mundiales. Obviamente, un notable porcentaje de tal utilización corresponderá a transacciones intracomunitarias, las cuales representan, en la actualidad, en torno al 60% del comercio exterior total de los Estados Miembros. No menos obvio resulta que tanto los exportadores cuanto los importadores europeos tenderán a utilizar la moneda única en sus transacciones extracomunitarias, desde el momento en que ello les permitirá descartar el riesgo de cambio y los costes inherentes a su gestión. En fin, tampoco es descartable el uso del euro fuera de las fronteras europeas. Así, la moneda única sustituirá al franco francés en la zona africana de influencia (CFA). En Europa central y oriental, también es previsible un amplio recurso al euro, por cuanto se trata de economías fuertemente ancladas en el marco alemán y previsiblemente abocadas a la integración en la U.E.. Otro tanto cabría decir de los países de la cuenca mediterránea no integrados en la U.E., primero, por el peso específico de sus relaciones comerciales con la zona euro; segundo, por el proyectado establecimiento de una zona mediterránea de libre cambio en el horizonte del 2010¹²⁰.

En tercer lugar, la credibilidad del euro, respaldado por un mercado financiero amplio y de gran liquidez, será un factor de atracción para los inversores extracomunitarios que acabará por conferir a la divisa única europea el carácter de moneda de reserva internacional¹²¹. La creación de la moneda única se inscribe en el marco de un generalizado movimiento, que arranca de los años setenta y no ha cesado hasta nuestros días, de diversificación de los activos oficiales en divisas. Si, en 1973, el 76% de las reservas de los bancos centrales estaban constituidas por depósitos denominados en dólares, actualmente, la moneda americana ha visto reducida su importancia hasta el 61%. Al contrario, el peso de las monedas europeas ha pasado, en el mismo período, de un 14 al 20%. Siguiendo dicha tendencia, es factible que el euro no sólo ocupe el lugar que le corresponde como sustituto de las divisas nacionales, sino que sobrepase la importancia relativa del conjunto de éstas como monedas de reserva. Es importante reseñar como, en su primer año de existencia, el euro ha contemplado el éxito de las emisiones privadas de eurobonos -que han superado a las realizadas en dólares- y de papel comercial denominadas en euros, al tiempo que ha sido testigo de las primeras emisiones serias de deuda pública de algunos países como Italia y Francia¹²².

Pero aún falta mucho para que el euro en este terreno sea una competencia significativa frente al dólar. La integración financiera que ello requiere implica la superación de los mercados de capitales domésticos, la tan reclamada armonización fiscal en las inversiones de no residentes en todos los países del área del euro y la coordinación e integración de los sistemas de supervisión de la banca y de los mercados de capitales a todo lo ancho de la zona¹²³.

31. La articulación de las relaciones entre las monedas de los Estados miembros de la Unión Europea no participantes en la Unión Económica y Monetaria (Estados Apre-ins®) y la moneda única europea.

65. La Decisión 98/317/CE del Consejo, de 3 de mayo de 1998, confirmó que once Estados -Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, y Portugal- cumplieran con las condiciones económicas y jurídicas precisas para acceder a la fase definitiva de la U.E.M. Son los llamados, en la jerga propia de la moneda única, Estados Ains®¹²⁴. Lógicamente, ello implicaba que cuatro Estados miembros de la U.E. -Dinamarca, Grecia, Reino Unido y Suecia- no se integraban en el proceso; son los denominados, en la misma jerga, Estados Apre-ins®.

Esta dualidad plantea una interrogante fundamental: ¿cómo se articulan las relaciones entre las monedas de ambos tipos de Estados miembros de la U.E.? La cuestión, al margen de su atractivo general, tiene repercusiones directas sobre el mercado eurocrediticio por cuanto, como acabamos de ver, una de las principales contribuciones del euro al sistema financiero internacional se expresa en términos de estabilidad.

¹¹⁹Fuente, discurso de YVES-THIBAUT DE SILGUY, responsable de asuntos económicos, financieros y monetarios de la Comisión Europea, con motivo de la presentación del Informe sobre la convergencia ante la Comisión económica y monetaria del Parlamento Europeo, Bruselas, 25 de marzo de 1998 (<http://europa.int/eclas>, visitado el 14 de abril de 1999).

¹²⁰Vid. YVES-THIBAUT DE SILGUY, "L'impact de la création de l'euro sur les marchés financiers et le système monétaire international", conferencia pronunciada en el Institute of International Finance Washington, el 29 de abril de 1997, texto obtenido en <http://europa.eu.int/euro/html>, visitado el 14 enero de 2000.

¹²¹Al respecto puede consultarse <http://eur-op.eu.int/en/opnews/198/r355.htm>, visitado el 14 de abril de 1999.

¹²²Vid. G. GRAY, "How EMU will change the bond market", <http://www.euromoney.com>, visitado el 31 de enero de 2000; CHRISTIAN NOYER, "The international impact of the euro", <http://www.ecb.int>, visitado el 20 de enero de 2000.

¹²³Vid., C. SOLCHAGA, "Euro, feliz aniversario", *El País Digital*, 3 de enero de 2000.

¹²⁴D.O.C.E. L 139.

Dicha aportación positiva puede verse sensiblemente reducida desde el momento en que la libra esterlina y el mercado londinense -fundamentales en el funcionamiento del euromercado crediticio- quedan fuera, al menos de momento, de la zona euro y ello puede ser fuente de tensiones monetarias internacionales. La respuesta pasa por el necesario establecimiento de un nuevo mecanismo europeo de determinación de los tipos de cambio, que limite las fluctuaciones entre ambas clases de monedas, al efecto de vincular las de los Estados Apre-ins® al euro. A este respecto, el Consejo Europeo de Amsterdam de 16 de junio de 1997 adoptó una resolución por la cual se ha definido un nuevo mecanismo de tipos de cambio (MTC2), sustituto del antiguo S.M.E., que ha entrado en vigor el 1 de enero de 1999¹²⁵.

Los elementos principales del MTC2 son: primero, el sistema es voluntario, no tiene incardinación jurídica en el derecho comunitario; segundo, las monedas de los Estados "pre-ins" que decidan participar tendrán un tipo central respecto al euro; tercero, en torno a cada tipo central se definirá una banda de fluctuación normalizada relativamente amplia de +/- 15 %; cuarto, el B.C.E. y los bancos centrales de todos los Estados participantes en el nuevo sistema intervendrán de forma automática e ilimitada en los mercados para garantizar el mantenimiento del margen de fluctuación; quinto, si un tipo central es insostenible, el Banco Central Europeo, los ministros y Gobernadores de los bancos centrales de los Estados Ains® participantes y los Bancos Centrales de todos los Estados Apre-ins® adheridos al MTC2 podrán activar un procedimiento confidencial al efecto de considerar la posibilidad de proceder a una reordenación del sistema.

Habrá que esperar un plazo prudencial para pronunciarse sobre la eficacia de este nuevo sistema mas, en principio, cabe realizar una apreciación crítica evidente. El carácter voluntario del MTC2 hace planear sobre su virtualidad serias dudas, puesto que puede verse seriamente afectado por las mismas carencias que abocaron al fracaso al S.M.E.. Como pone de relieve M. LÓPEZ ESCUDERO, hubiera sido preferible regular el nuevo sistema mediante un acto normativo comunitario, buscando su tronque bien en una referencia genérica al T.C.E., bien en el art. 308 (ex art. 235) del mismo instrumento¹²⁶.

¹²⁵D.O.C.E., C 236.

¹²⁶Vid. M. LÓPEZ ESCUDERO, *op. cit.*, p. 401.

B. Consecuencias jurídicas.

66. La adopción del euro supone todo un conjunto de desafíos jurídicos, la mayoría de ellos ya expuestos por la Comisión Europea en el llamado *Libro Verde de la Comisión Europea sobre las modalidades de la transición al euro*¹²⁷ y no todos solucionados en los actos comunitarios que dan cobertura jurídica a la U.E.M.¹²⁸. A continuación, se dará un breve repaso a las cuestiones relativas a la situación de los Estados no participantes (11.), a la proyección externa de la zona euro (21.) y al problema de los pagos en el periodo transitorio (31.) para, posteriormente, centrarse más detenidamente en el problema de la sustitución monetaria (41.) y la continuidad de los contratos (51.).

11. La situación de los Estados Miembros de la U.E. no participantes.

67. El hecho de que cuatro EE.MM. de la U.E. no se integren en la zona euro motiva una reflexión que, si bien desde un punto de vista patológico no parece relevante, si que posee un cierto interés preventivo. Es conveniente, a mi modo de ver, que los operadores financieros internacionales tengan una percepción lo más diáfana posible sobre las perspectivas de integración futura de estos Estados en la U.E.M., al efecto de incorporar a los contratos eurocrediticios las cláusulas que permitan contemplar o desechar tal eventualidad y las consecuencias que ella plantea desde el punto de vista de la suerte futura de la moneda nacional en la que los mismos vienen denominados.

A este respecto, la situación de los cuatro Estados *Apr-ins* no es homogénea, sino que hay que diferenciar supuestos. Aunque por distintas razones, las posiciones de Grecia, por un lado, y la del Reino Unido y Dinamarca, por otro, son las más claras. Mayores peculiaridades presenta el caso sueco.

¹²⁷*Vid.* Libro Verde de la Comisión Europea sobre las modalidades de la transición al euro, de 31 de mayo de 1995, en *D.O.C.E.* serie COM 95/333 Final.

¹²⁸Interesa destacar, en este momento, las disposiciones del T.C.E. sobre la U.E.M., especialmente, los arts. 308 (ex art. 235) y 121.4 del T.C.E. (ex art. 109 J), en el cual se basa el Reglamento CE n° 1103/97 del Consejo, de 17 de junio de 1997, sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro (*D.O.C.E.* L 162, de 19 de junio de 1997) y el apartado 4 del art. 123 del T.C.E. (ex art. 109 L), en el cual entronca el Reglamento CE n° 974/98 del Consejo, de 3 de mayo de 1998, sobre la introducción del euro (*D.O.C.E.* L 139, de 11 de mayo de 1998).

68. La situación de Grecia es, quizás, la de más sencilla evaluación, desde el momento en que este Estado no cumplía, en marzo de 1998, los criterios de convergencia económica fijados para tener acceso a la última etapa de la U.E.M.. En consecuencia, su régimen es el diseñado por el art. 122 T.C.E. (ex art. 109 K), que le abre la posibilidad de sumarse al primer grupo de Estados participantes en el euro, cuando se efectúe un nuevo examen de los progresos realizados por la economía helena en esa materia. Este examen se llevaría a cabo, si las autoridades griegas no lo solicitasen antes, en un término de dos años¹²⁹.

69. El Reino Unido y Dinamarca, en el difícil marco de las negociaciones de Maastricht, lograron la inclusión de sendos protocolos específicos incorporados como anexos (nº 11 y 12 respectivamente) al T.U.E.¹³⁰. Según estos instrumentos, ambos Estados se comprometían a notificar al Consejo su decisión de pasar o no a la tercera fase de la U.E.M., estableciéndose como fecha límite para formular dicha comunicación la fijada para proceder al examen de las condiciones económicas y jurídicas de acceso al euro. Así pues, a diferencia del resto de los 13 Estados Miembros de la U.E., para quienes la participación en la U.E.M. es automática, Dinamarca y el Reino Unido tienen reconocido el derecho a decidir si quieren participar o no en la moneda única.

En noviembre de 1993, Dinamarca, de conformidad con el Protocolo número 12 anejo al T.U.E., notificó al Consejo que no se integraría en la tercera fase de la U.E.M.. Consecuentemente, este Estado se considera acogido a la excepción prevista en dicho Protocolo y le es de aplicación el art. 122 del T.C.E. (ex art. 109 K). Por su parte, en noviembre de 1997, las autoridades del Reino Unido también comunicaron al Consejo su intención de no participar en la última etapa de la U.E.M. y su régimen viene fijado en el citado Protocolo 11, que le confiere un mayor margen de maniobra que el previsto en el citado art. 122 T.C.E. (ex art. 109 K). No obstante, según los últimos análisis, el ambiente favorable al euro crece entre los agentes económicos del Reino Unido

¹²⁹Según la agencia de calificación financiera Morgan Stanley, el tren griego que lleva a la U.E.M. ha salido y ni los acontecimientos de Kosovo ni el incremento de los precios del petróleo podrán parar esta progresión y, de acuerdo con las declaraciones del primer ministro griego, Costas Simitis, Grecia entrará en la U.E.M. por sus propios medios, sobre una base de igualdad, respecto de los demás países, y sin mendigar. Vid. Agencia Colpisa, Reino Unido y Grecia aceleran los preparativos para entrar en el euro, *La Verdad*, 24 de mayo de 1999, p. 43; Grecia se abre paso hacia el euro, *El País Digital*, 11 de noviembre de 1999.

¹³⁰Tratado de la Unión Europea, firmado en Maastricht, el 7 de febrero de 1992. Vid. instrumento de ratificación por España en el *B.O.E.* nº 11, de 13 de enero de 1994, y corrección de errores en el *B.O.E.* nº 12, de 14 de enero de 1994.

y en el seno del gobierno laborista, y no es descabellado pensar en su futura adhesión a la moneda única¹³¹. En fin, tanto el Reino Unido cuanto Dinamarca pueden, con posterioridad al comienzo de la tercera fase de la U.E.M., manifestar su intención de incluirse voluntariamente en la zona euro¹³². Notificada dicha decisión, el Consejo establecerá, de acuerdo con el apartado 2 del artículo 122 T.C.E. (ex art. 109 K), si cumplen o no las condiciones necesarias para adoptar el euro.

70. Mayor complejidad presenta la situación de Suecia. En el momento de procederse al examen sobre las condiciones económicas y jurídicas para acceder a la fase definitiva de la U.E.M., el país escandinavo cumplía con todos los ratios de convergencia requeridos, exceptuado el de la estabilidad del tipo de cambio de su moneda. Lo notable, a diferencia del caso griego, es que dicha circunstancia respondía al deseo expreso del gobierno sueco de no integrar su divisa en el S.M.E..

¹³¹En octubre de 1997, el ministro de Finanzas, Gordon Brown, se declaró a favor del euro, fijando cinco baremos que deben cumplirse para garantizar una decisión positiva del gobierno británico: convergencia en los ciclos económicos, flexibilidad de actuación frente a crisis económicas, efecto del euro en las inversiones, su impacto en los servicios financieros del país y efecto del euro en la creación de empleo. Recientemente, el primer ministro británico, Sr. Blair, presentó un plan de transición que prevé la sustitución de la libra por el euro, en un plazo no superior a 6 años. Vid. L. GÓMEZ, «Cinco condiciones para sustituir la libra», *El País Digital*, 3 de enero de 2000.

¹³²La situación en Dinamarca está caracterizada por la ambigüedad y la dependencia de los sondeos de opinión. Según éstos, el 46% de los daneses son favorables al euro, mientras un 36% de la población se manifiesta contrario a la adopción de la moneda única. Vid. Noticia de la Agencia Colpisa, «Reino Unido y Grecia...», *op. cit.*, p. 43.

Por otra parte, Suecia tampoco había procedido a adaptar su legislación a las exigencias de los arts. 108 (ex art. 107) y 109 (ex art. 108) T.C.E. y de los Estatutos del S.E.B.C.. Todo ello parece apuntar en la dirección de que existe una clara voluntad política por parte sueca de no adoptar la moneda única¹³³, pese a que no estaba prevista para este Estado ninguna posibilidad similar a las negociadas por Dinamarca o el Reino Unido de optar por tal exclusión. Ello ha llevado a algún autor a aventurar la posibilidad -desde luego remota, pero jurídicamente defendible- de que la Comisión Europea interpusiese ante el TJCE un recurso contra Suecia por violación de los arts. 108 (ex art. 107), 109 (ex art. 108) y 121 (ex art. 109 J) del T.C.E.¹³⁴.

21. La proyección externa de la zona euro.

71. La asimetría entre las dimensiones económica y monetaria de la U.E.M. plantea serios interrogantes respecto de la proyección exterior de la zona euro. Mientras en materia monetaria la transferencia de soberanía de los Estados participantes a las autoridades comunitarias es completa y éstas pueden, en consecuencia, adoptar decisiones en materia de relaciones con terceros estados en este terreno -sistemas de fijación de cambios, participación en los foros internacionales, etc.-, no sucede lo mismo en el campo de la economía, donde tal transferencia no se ha producido y los Estados siguen reteniendo su poder de decisión soberano, con los únicos límites impuestos por las obligaciones generales de coordinación, de una parte, y el principio o compromiso de mantenimiento de la estabilidad de los precios, de otra.

El problema se plantea por la práctica imposibilidad de deslindar ambos aspectos, tanto *ad intra*, cuanto *ad extra* U.E., perspectiva esta última que es la que ahora nos interesa. En efecto, en las instituciones erigidas por el sistema de Bretton Woods (F.M.I., Banco mundial, Grupo de los 7, etc.), principales foros universales de debate sobre materia financiera internacional, no se distingue entre relaciones económicas y monetarias. Consecuentemente, la agenda de estas organizaciones incluyen indistintamente cuestiones de una y otra naturaleza, circunstancia que se ve agravada porque, al menos de momento, las citadas instituciones no admiten la participación de las Comunidades Europeas (C.E.) en su seno, lo que puede causar divergencias tanto entre las posiciones de los diferentes Estados Miembros -recordemos que hay Estados Ains@ y Estados Apre-ins@- cuanto entre las de éstos y las C.E.¹³⁵.

¹³³ Los sondeos de opinión avalan esta posición en Suecia, donde el nuevo ministro de finanzas ha declarado, ante un reavivamiento de las corrientes euroescépticas que el partido en el poder podría evitar incluir la cuestión del euro en su próximo congreso de primavera. *Vid.* Noticia de la Agencia Colpisa, AReino Unido y Grecia...@, *op. cit.*, p. 43.

¹³⁴ *Vid.* M. LÓPEZ ESCUDERO, *op. cit.*, p. 400, nota a pie n.º 20.

¹³⁵ *Vid.* X. VIDAL-FOLCH, AEl ecofin margina a la Comisión Europea en las reuniones del G-7", *El País Digital*, 13 de julio de 1999.

Esta disfunción de la vertiente exterior de la zona euro no deja de tener repercusión sobre las relaciones eurocrediticias. La intervención de instituciones como el F.M.I. en los mercados financieros posee una importante dimensión, participando en los procesos de reestructuración de la deuda externa de sus Estados Miembros. Así, tal y como se pudo comprobar al analizar la crisis de la Deuda de los P.V.D., la solución propuesta por los grandes bancos transnacionales ante tal coyuntura consistió en ofrecer un reescalonamiento de los pagos -*Commercial Multiyears Rescheduling Agreements (MYRA)*- y, a cambio de tal reescalonamiento, los P.V.D. se obligaban a seguir las directrices de política económica fijadas, precisamente, por el F.M.I.¹³⁶.

En situaciones como la descrita, para que Europa pueda aprovechar plenamente las ventajas externas que cabe esperar de la creación del euro y desempeñar el papel que le corresponde en el panorama internacional, debe estar en condiciones de expresarse de forma unánime. No obstante la evidencia de este aserto, el art. 111 del T.C.E. (ex art. 109) no aporta una solución clara a la cuestión de la representación de la zona euro en los foros internacionales financieros. La voluntad de los Estados miembros de continuar teniendo presencia en las organizaciones monetarias internacionales aparece claramente expresada en los apartados 4 y 5 del citado art. 111 T.C.E. (ex art. 109), dejando abierta una brecha en la defensa más eficaz de los intereses de la Europa monetariamente unida¹³⁷.

31. El problema de los pagos en el período transitorio.

72. Con el inicio de la fase definitiva de la U.E.M. se abre, desde el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre del 2001, ambos inclusive, el llamado período transitorio. Constituye éste una ingeniosa construcción jurídica, no exenta de cierta esquizofrenia monetaria, que posibilita una transición no traumática hacia la moneda única, sobre la base de la convivencia del euro y de las monedas nacionales como unidades de cuenta y medios de pago. Al conceder completa libertad a los operadores económicos para utilizar el euro o las monedas nacionales, tanto el art. 8 del Reglamento nº 974/98 cuanto el art. 13 de la Ley 46/1998 instalan a los sistemas monetarios de los Estados participantes en la dualidad. De otra forma expresado, a partir del 1 de enero de 1999, el euro es la moneda única de los once Estados participantes en la última etapa de la U.E.M. mas, sin embargo, hasta el 1 de enero del año 2002, no cumplirá con todas las funciones inherentes a la moneda; en especial, no tendrá el carácter de medio de pago de curso legal. Dicho carácter corresponderá, dentro de los límites territoriales de cada Estado participante, a las monedas nacionales.

Esta dualidad permite solventar las dificultades que una sustitución imperativa de las monedas nacionales por el euro implicaría para los eurocréditos sindicados, que incorporan como estándar contractual la denominada *effective currency clause*. En virtud ella, el obligado cuya deuda tiene su origen en una eurotransacción viene constreñido a realizar el pago en la misma moneda y a través del sistema de compensación (*clearing*) del Estado cuya divisa ha sido utilizada para denominar la operación. La integridad de la recuperación del capital, frente a las posibles pérdidas derivadas de la imposibilidad jurídica o material de respetar la *effective currency clause*, se obtiene a través de la *currency indemnity clause*. Según ésta, el acreditado debe aumentar la cuantía de su obligación hasta cubrir el perjuicio que los desfases generados por las posibles fluctuaciones en el tipo de cambio ocasionen a los acreditantes.

¹³⁶Vid. *supra*, pp. 34 y ss..

¹³⁷Vid. J. LEBULLENGER, *La projection externe de la zone euro*, R.T.D.E., pp. 459 a 478.

La lectura de los apartados 1 y 2 del art. 8 del Reglamento nº 974/98 deja claro que, salvo pacto contrario y específico entre las partes, los pagos ejecutados en cumplimiento de los instrumentos jurídicos denominados en unidades monetarias nacionales se harán en dichas unidades monetarias y los que se refieran a instrumentos denominados en euros se realizarán en la moneda única. Así pues, con excepción de los casos recogidos en los apartados 3 y 4 del mismo art. 8 del citado Reglamento nº 974/98¹³⁸, los particulares no se verán obligados a utilizar el euro durante el período transitorio. Es el llamado principio de no obligación-no prohibición, que evita la alegación de imposibilidad de cumplir las obligaciones en la moneda nacional pactada amparándose en su sustitución por la moneda única o, viceversa, pretender la nulidad de las operaciones denominadas en euros argumentando su carencia de valor liberatorio durante el período de transición.

73. Si en las relaciones intracomunitarias la cuestión aparece así de cristalina, no sucede lo mismo en aquellas operaciones financieras estipuladas entre residentes de países integrados en la zona euro y residentes de terceros países, si tales contratos deben ejecutarse en un país tercero. En este supuesto, por lo demás frecuente en la práctica eurocrediticia, la jurisdicción internacionalmente competente -comunitaria o extracomunitaria- debe deslindar los campos de aplicación de los distintos ordenamientos que puedan tener vocación de ser aplicados: la *lex monetae* la *lex contractus*, la *lex loci executionis* y la *lex fori*. En principio, y sin perjuicio de que, más adelante, profundicemos en esta cuestión¹³⁹, los problemas relativos al objeto de una obligación monetaria -la moneda en si considerada- vienen universalmente sometidos a la competencia legislativa del ordenamiento de la autoridad política que la emite, la *lex monetae*¹⁴⁰. Ahora bien, no todos los problemas que la sustitución de las monedas nacionales por el euro proyectan sobre los mercados financieros internacionales son reguladas por la *lex monetae*, planteándose problemas de adaptación entre los ordenamientos potencialmente concurrentes con la misma, que deben -y en la práctica eurocrediticia, de hecho, lo son- debidamente evaluados preventivamente por las partes. El correcto entendimiento de esta cuestión exige diferenciar aquellos casos en los que resulta internacionalmente competente un jurisdicción integrada en la U.E. y aquellos otros en los que la competencia es asumida por una jurisdicción tercera.

74. Supuesta la competencia de una jurisdicción comunitaria -la inglesa, por poner un ejemplo frecuente en los eurocréditos sindicados- dos grupos de problemas debieran aparecer debidamente diferenciados: aquellos relativos a los aspectos sustantivos de las obligaciones financieras contractualmente asumidas y aquellos otros referentes a las denominadas modalidades de ejecución.

Las cuestiones relativas tanto a la existencia, validez y continuidad de las obligaciones financieras asumidas contractualmente como al *quantum* de tales obligaciones y a la determinación de la moneda de pago son competencia -como posteriormente veremos, desde esta particular perspectiva, al tratar del principio de continuidad y, desde un punto de vista general, al considerar el campo de aplicación de la ley del contrato- de la *lex contractus*¹⁴¹.

Un tratamiento distinto del conferido a tales cuestiones vinculadas a la ley del contrato reclaman los aspectos ligados a la virtualidad de una unidad monetaria para servir como instrumento de pago, aspectos que ahora nos interesan particularmente, y los problemas que pueden plantear. Así, la validez del acuerdo *inter partes* relativo a la moneda de pago, la admisión de la llamada *facultas solutionis debitoris* y la eventual aplicación de una determinada tasa de conversión son cuestiones generalmente englobadas bajo la rúbrica modalidades de la ejecución y vienen sometidas al ordenamiento del Estado en cuyo territorio el pago debe verificarse -*lex loci solutionis*- ex apartado 2 del art. 10 del Convenio de Roma.

75. En el caso de que la competencia judicial internacional sea asumida por una jurisdicción extracomunitaria -en materia eurocrediticia, la jurisdicción del Estado Nueva York es una de las más relevantes- la identificación del sistema jurídico rector de los aspectos *in obligatione e in solutione* dependerá del sistema de D.i.pr. del tribunal competente. Por lo general, la inclusión de una cuestión en uno u otro grupo y la existencia misma de la distinción dependerá de las categorías del sistema normativo del propio tribunal competente (calificación *ex lege fori*). No obstante, el particularismo a la que tal lógica puede conducir resulta notablemente atenuado desde el momento en que la aplicación de la *lex loci solutionis* a las cuestiones relativas al pago es la solución más extendida en el panorama comparado; y ello tanto entre los países de tradición civilista cuanto entre las jurisdicciones adscritas al derecho anglosajón. Generalización que llega, incluso, a convertirse en una respuesta globalizadora que desconoce la distinción antes trazada entre los aspectos sustantivos y accesorios del pago¹⁴².

76. En fin, partiendo de la competencia de una jurisdicción tercera, la intervención de la *lex fori* no puede ser desdeñada, sobre todo, a título de norma imperativa del tribunal que conoce de la causa. Para evitar posibles contradicciones con

¹³⁸La utilización del euro puede imponerse en los supuestos siguientes; a) principio de ejecución según la unidad de cuenta empleada, en virtud del cual, los establecimientos financieros establecidos en la U.E. deben aceptar que cualquier deuda sea satisfecha mediante el pago del importe en la cuenta del acreedor en euros o en moneda nacional, pero dicho importe será abonado en la cuenta del acreedor en la unidad monetaria que la denomina; b) redenominación en euros de la deuda en circulación emitida por las administraciones públicas; c) cambio de la unidad de cuenta nacional a la unidad euro en los mercados de valores a efectos operativos. Vid. los apartados 3 y 4 del art. 8 del Reglamento 974/98 y los arts. 14 a 17 de la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro (B.O.E. nº 302, de 18 de diciembre de 1998).

¹³⁹Vid. *infra*, pp. 55 y ss..

¹⁴⁰Vid. M. DESANTES REAL, *Las obligaciones contractuales internacionales en moneda extranjera. (Problemas relativos al ámbito de la ley aplicable)*, Madrid, La Ley, 1994, p. 33; F.A. MANN, *The Legal Aspect of Money: with special reference to comparative private and public international law*, 50 ed, Oxford, Clarendon, 1992, p. 185 y ss..

¹⁴¹Vid. *infra*, pp. 57 y 284.

¹⁴²Vid. M. DESANTES REAL, *Las obligaciones contractuales...*, pp. 130 y ss..

los anteriores ordenamientos, el examen de los clausulados habitualmente utilizados en las relaciones financieras internacionales revela una tendencia clara hacia la minimización de tal eventualidad, recurriendo a la correlación *forum-ius* y a la centralización de los flujos monetarios derivados del cumplimiento de las obligaciones de las partes en una entidad financiera -el Banco Agente- establecida en la jurisdicción competente.

41. La sustitución de las monedas nacionales y del ECU por el euro.

77. Los problemas planteados por el fenómeno de sustitución monetaria que implica la última fase de la U.E.M. no pueden solucionarse de forma unívoca, por cuanto los casos de las monedas nacionales y la unidad de cuenta europea (ECU) no son asimilables. Mientras en relación con las monedas nacionales es posible asegurar un respeto cuasi universal al principio de sumisión de sus avatares a la denominada *lex monetae*, tal competencia legislativa no es predicable del ECU por la sencilla razón de que tal ley no existe¹⁴³. Trataremos ambas cuestiones por separado.

a. La sustitución de las monedas nacionales.

78. La definición de la moneda en la cual una deuda viene denominada es, según un principio reconocido por el D.I.Púb., competencia de la ley del Estado que la emite: la *lex monetae*. Consecuentemente, el discurso que estamos siguiendo impone tres pasos lógicos:) qué es la *lex monetae*?,) cuál es la *lex monetae* de las monedas nacionales sustituidas por el euro?,) cuál es el ámbito de cuestiones reguladas por la misma?.

¹⁴³Vid. M. DESANTES REAL, *El ECU en la contratación internacional*, Madrid, La Ley, 1991, pp. 9, 23, 67 y ss..

) Qué es la *lex monetae*?. La *lex monetae* puede ser definida como el conjunto de leyes que regulan el curso legal de una moneda, su valor, su utilización y su protección en el seno de un ordenamiento jurídico determinado¹⁴⁴. Así pues, en tanto que creación jurídica controlada por el derecho del Estado emisor, sólo a éste compete determinar las consecuencias de un cambio de su moneda.

)Cuál es la *lex monetae* de las monedas nacionales sustituidas?. Los arts. 105 (ex art. 105) y ss. del T.C.E. determinan la transferencia de las competencias estatales en materia monetaria a las Comunidades Europeas, a la entrada de la tercera fase de la U.E.M. Con ello parece clara la equivalencia entre la *lex monetae* de las monedas nacionales sustituidas por el euro y los reglamentos comunitarios 1103/97 y 974/98, adoptados con fundamento en los arts. 308 (ex. art. 235) y 123 (ex art. 109 L) del T.C.E., respectivamente.

)A qué cuestiones se aplica la *lex monetae*?. La vinculación entre la moneda y la entidad política que la establece ha conducido al reconocimiento de la autoridad de la *lex monetae* para regular los problemas relativos a la existencia, curso legal, valor nominal, convertibilidad, desaparición y sustitución de las unidades monetarias. Consecuentemente, no caben dudas acerca de la competencia legislativa de la normativa comunitaria sobre el euro para determinar la sustitución de las monedas nacionales por la moneda única. Y ello con independencia de cual sea la jurisdicción competente. Lo veremos detenidamente.

79. En caso de resultar competente un tribunal comunitario, la aplicación de los reglamentos 1103/97 y 974/98, a título de normas imperativas del foro, complementarían el régimen jurídico del contrato, sea cual fuere la ley aplicable al mismo, asegurando la regularidad jurídica de la sustitución.

Pese a que no faltan opiniones divergentes¹⁴⁵, en mi opinión, el calificar a los reglamentos comunitarios como normas imperativas, de aplicación inmediata o necesaria -eludiendo el recurso al método de atribución o mecanismo conflictual- no puede extrañar. Es perfectamente coherente con la finalidad de dichos instrumentos comunitarios, especialmente sensibles a los especiales requerimientos que, desde el principio de seguridad jurídica, se proyectan sobre un fenómeno de la trascendencia de la sustitución de once monedas nacionales, algunas de ellas -marco alemán- con un notable protagonismo en los mercados financieros internacionales¹⁴⁶.

El régimen jurídico básico establecido por los reglamentos 1103/97 y 974/98 sobre el problema que nos ocupa puede ser sintetizado en estos dos asertos: a) a partir del 1 de enero de 1999 el euro es la moneda de los Estados Miembros de la U.E. participantes en la U.E.M.; b) durante el período transitorio las unidades monetarias nacionales coexistirán con el euro, del cual constituirán subdivisiones no decimales, con arreglo al tipo de conversión.

80. Suponiendo, por contra, que la competencia judicial internacional fuese asumida por un jurisdicción tercera -Estado de Nueva York- el resultado material no debiera variar, salvo casos excepcionalísimos, del anteriormente establecido. Lo que si se altera es el mecanismo técnico jurídico a través del cual se llega a tal resultado, por cuanto dicha jurisdicción no tiene por qué aplicar imperativamente normas como los reglamentos comunitarios 1103/97 y 974/98 que, lógicamente, no están integrados en sus ordenamientos.

¹⁴⁴Vid. F.A. MANN, *op. cit.*, pp. 185 y ss..

¹⁴⁵Vid. U. DRAETTA, *op. cit.*, pp. 12 y 13; C. VISCO y L. SIMONETTI, *op. cit.*, p. 113; O. SANDROCK, *Der Euro und sein Einfluss auf nationale und internationale privatrechtliche Verträge*, *R.I.W.*, 1997, B.1. H. 8., p. 12.

¹⁴⁶En favor de tal opción se manifiestan también L. Malferrari, *op. cit.*, p. 537 y Ph. Delebécque, *AL-euro et les contrats en cours*, en AA.VV., *Les aspects*, *op. cit.*, p. 73.

Consecuentemente, el tribunal que conoce de la controversia calificará la cuestión y la encuadrará en su sistema conflictual para, posteriormente, localizar el ordenamiento que le ofrezca una respuesta adecuada. Con toda probabilidad, dicho proceso concluirá con la aplicación de la *lex monetae*. Primero, por la vinculación innegable que existe entre las cuestiones de naturaleza monetaria y el derecho de la entidad política emisora de la moneda. Segundo, porque la aplicación de la *lex monetae* por un tribunal no integrado en la organización jurisdiccional del Estado emisor, rechazada en ocasiones por su proximidad con la noción de soberanía política, no ofrece dudas actualmente en un contexto como el que estamos analizando¹⁴⁷. Tercero, porque, según opiniones cualificadas, el desconocimiento del principio que late tras la aplicación de la *lex monetae* -la soberanía del Estado emisor- constituiría una violación del D.I.Púb., materia extremadamente sensible como para ponerla en juego si no es ante situaciones críticas de difícil verificación¹⁴⁸.

b. La sustitución del ECU por la moneda única europea.

81. La aplicación de la *lex monetae* a la cuestión de la sustitución de una determinada unidad monetaria tiene como límite infranqueable la propia cualidad de moneda del objeto considerado. Limitación que afecta directamente a las operaciones eurocrediticias denominadas en ECUs.

Sin querer entrar en la disputa acerca de si el ECU posee o no naturaleza monetaria, lo que si puede afirmarse es que los problemas que se plantean a consecuencia de su sustitución por la moneda única europea no pueden someterse a la *lex monetae* porque tal ley no existe¹⁴⁹. Establecido al amparo del D.I.Púb. para que las instituciones comunitarias pudiesen cumplir con sus obligaciones, pronto el ECU comienza a perfilarse, también, como respuesta al fracaso del sistema monetario internacional y a las tensiones que este no-sistema implica para el comercio transfronterizo.

¹⁴⁷ Por citar un exponente jurídico-positivo comparado, baste recordar el art. 147.1 de la Ley Suiza de Derecho internacional privado de 18 de diciembre de 1987: *À la monnaie est définie par le droit de l'Etat de-émission*. Vid., para nuestro sistema, las propuestas de M. DESANTES REAL, *Las obligaciones...*, op. cit., p. 33 y ss..

¹⁴⁸ Vid. L. Malferrari, op. cit., p. 538, notas 99 y 100.

¹⁴⁹ Vid., acerca de la naturaleza del ECU, M. Desantes Real, *El ECU...*, op. cit., pp. 9, 23, 67 y ss..

Consecuentemente, el ECU aparece como una realidad económica bidimensional: oficial y privada. De un lado, es unidad de cuenta, una cesta de monedas o moneda subordinada, compuesta por el conjunto ponderado de las monedas de los doce primeros Estado Miembros de la U.E.. Esta entidad económica abstracta sirve, en su dimensión oficial, para establecer tanto el presupuesto comunitario cuanto las cuentas de los órganos de las C.E. en sus relaciones con sus propios funcionarios y con los Estados Miembros¹⁵⁰. De otro, la relativa estabilidad alcanzada por esta cesta de monedas y el establecimiento de un eficaz mecanismo interbancario de pagos hizo atractivo para los particulares su utilización y, de ahí, la aparición del denominado ECU privado.

82. En lo que al objeto de este trabajo respecta, es esta dimensión privada la que interesa destacar, por los problemas que pueden plantearse desde el punto de vista de la sustitución de la unidad de cuenta europea por el euro en los eurocréditos sindicados denominados en ECUs. En definitiva, el ECU privado no ha sido creado por ninguna autoridad monetaria, no está regulado por instituto emisor alguno, no viene definido por ningún orden jurídico nacional o supranacional y, en fin, carece de curso legal en sentido estricto.

El hecho de no poder apoyarse en una superestructura jurídica provoca que toda obligación contractual monetaria cifrada en ECUs deba explicar, entre otras cuestiones fundamentales, cuál es el significado del propio término ECU y cuáles los efectos de sus alteraciones de valor o composición¹⁵¹. La virtualidad de dichas menciones contractuales y las consecuencias de su imprevisión precisan una respuesta internacional-privatista que, tal y como se acaba de exponer, no puede pasar por su sumisión a la *lex monetae*, porque tal ley no existe.

Siendo el ECU privado una unidad de cuenta adoptada sobre la base de la voluntad de las partes, aún viniendo presumiblemente referido al ECU oficial¹⁵², la suerte de las deudas en él denominadas debe referirse a la competencia legislativa de la *lex contractus*. En efecto, la U.E., como delegada del poder monetario soberano de sus Estados Miembros puede crear una nueva moneda -el euro- y decidir que la misma sustituye a las monedas nacionales de los Estados participantes en la U.E.M., pero carece de autoridad para imponer esa sustitución respecto de unidades de cuenta puramente privadas.

Afirmada la competencia de la *lex contractus*, aquí sí que posee trascendencia la cuestión de la jurisdicción competente puesto que el principio de conversión de un ECU por un euro no se impone a las jurisdicciones de los Estados terceros.

83. Si la competencia judicial internacional es asumida por un órgano jurisdiccional de un Estado Miembro de la U.E. - es muy frecuente en materia financiera internacional la sumisión a la jurisdicción inglesa o luxemburguesa¹⁵³ - podemos estimar dos hipótesis.

¹⁵⁰Sobre esta dimensión oficial, *vid.* M. DESANTES REAL, *Ala dimensión oficial del ECU: presente y futuro de un instrumento clave en el proceso de unión económica y monetaria*, *R.I.E.*, 1991, n1 2, pp. 517 a 550.

¹⁵¹*Vid.* M. DESANTES REAL, *El ECU...*, *op. cit.*, pp. 18 y 19.

¹⁵²Presunción establecida, *iuris tantum*, por el inciso segundo del apartado 1 del art. 2 del Reglamento 1103/97.

¹⁵³*Vid. infra*, pp. 181 y ss..

84. La primera, defendida, entre otros, por O. SANDROCK, parte de la convicción de que todas las cuestiones relativas a los contratos deben ser reguladas por las normas de derecho civil o privado de la *lex contractus*¹⁵⁴. Ello abriría las puertas a la previa determinación de la ley aplicable y obliga a una doble evaluación. Si la *lex contractus* es también la ley de un Estado Miembro -caso, por lo demás, muy verosímil, dada la tendencia de la práctica eurocrediticia hacia la correlación *forum-ius*- la sustitución del ECU por el euro seguiría las mismas reglas antes mencionadas, fijadas por el reglamento 1103/97.

Si, por contra, la *lex contractus* es la ley de un Estado tercero -p. ej., ley suiza- correspondería a dicho ordenamiento regular la sustitución de las deudas denominada en ECUs privados. Reconocido el principio de autonomía material de la voluntad en la práctica totalidad de ordenamientos relevantes en los mercados financieros internacionales, se impone, *prima facie*, el respeto por lo pactado por las partes. En defecto de pacto *inter partes*, puede que la *lex contractus* cuente con una legislación específicamente diseñada para contemplar los efectos de la U.E.M. y ello vendrá en ayuda del juzgador¹⁵⁵, pero no es esta la situación más generalizada. Cuando, como es lo habitual, la *lex contractus* extracomunitaria no contiene previsiones expresas respecto de la sustitución del ECU por el euro¹⁵⁶, el juez competente debería barajar dos posibles soluciones: o bien estimar que el ECU ha sido sustituido por el euro, según la tasa de conversión establecida por el Reglamento 1103/97; o bien se trata de un ECU con el valor congelado al tiempo de producirse su reemplazo por la moneda única. La respuesta no parece que deba formularse en términos abstractos, sino a partir de la concreta situación, teniendo como principios rectores la economía del contrato y los intereses legítimos de las partes. Desde ambos parámetros, el sentido común aconseja inclinarse por considerar al euro como sucesor efectivo del ECU.

85. La segunda de las hipótesis aventuradas -y la que, a mi juicio, debería ser seguida por los tribunales comunitarios internacionalmente competentes- pasaría por la aplicación de los reglamentos comunitarios a título de ley imperativa del foro, con preferencia sobre cualquier tipo de análisis conflictual.

Las razones que avalan esta respuesta son las mismas que se esgrimieron antes, al tratar de la sustitución de las monedas nacionales por el euro¹⁵⁷. Su fundamento último radica en la necesidad de que dicha sustitución se produzca en un ambiente jurídico de certeza, que ofrezca a los operadores financieros internacionales un marco seguro que no distorsione unas relaciones ya afectadas estructuralmente por un elevado grado de volatilidad.

Consiguientemente, fuese cual fuese la ley aplicable al contrato, la solución que la legislación comunitaria prescribe puede resumirse en que el ECU ha dejado de ser, desde el 1 de enero de 1999, la unidad de cuenta de las C.E. y ha sido reemplazado por el euro, al tipo de 1 E.C.U. = 1 euro, tanto en su dimensión oficial cuanto en su vertiente privada, a salvo, en este último caso, de pacto contrario entre las partes.

86. El escenario descrito varía muy poco si partimos de la jurisdicción de un Estado tercero. Supongamos la competencia judicial internacional de un tribunal suizo y analicemos las consecuencias que se derivan de la cuestión de la ley aplicable.

Si resulta legislativamente competente la ley de un Estado Miembro de la U.E., el juez suizo acordaría la sustitución del ECU por el euro según la tasa de conversión fijada en el ya mencionado Reglamento 1103/97; a salvo de que se pudiesen plantear contradicciones con el orden público del foro extranjero, cuestión que, según la mayoría de las opiniones, no parece probable ni sobre la base de teorías como la de la imprevisión o el error, ni con fundamento en la doctrina de la cláusula *rebus sic stantibus*¹⁵⁸.

Si la ley aplicable es una ley extracomunitaria -ley suiza, por seguir con el ejemplo propuesto- la cuestión recibiría un tratamiento parecido al que hemos contemplado anteriormente desde la perspectiva del juez comunitario que aplica un ordenamiento de un Estado tercero.

La única variante vendría dada por el hecho de que la posible aplicación imperativa de los reglamentos que constituyen la *lex monetae* del euro no se podría invocar más que a título de norma imperativa de un tercer Estado, puesto que no son reglas necesarias ni del foro -jurisdicción suiza- ni de la *lex contractus* (que por hipótesis también es extracomunitaria). Dicha posibilidad, como es lógico, pasaría por la habilitación que en tal sentido concediera al juzgador su propio sistema de D.i.pr.. En el caso propuesto, el art. 19 de la Ley suiza de D.i.pr. faculta -que no obliga- al juez suizo internacionalmente competente para la toma en consideración de las normas imperativas de terceros estados.

Pese a lo tranquilizador que ello pudiera resultar, cabe retener dos datos. Primero, que esa habilitación no tiene por qué ser concedida por el resto de sistemas potencialmente competentes en relaciones financieras internacionales. Segundo, si bien no parece, dada la magnitud de los intereses en presencia, que la aplicación de la *lex monetae* comunitaria, como norma imperativa

¹⁵⁴Vid. O. SANDROCK, ADer Euro...@, *op. cit.*, p. 12.

¹⁵⁵Tal es el caso de los Estados de Illinois, Nueva York y California, que han promulgado leyes especiales confirmando la continuidad de los contratos afectados por la adopción del euro. Pensilvania y Michigan también cuentan con proyectos en este sentido, pendientes, al escribir estas líneas, de tramitación legislativa. Todos estos instrumentos poseen un tenor literal muy parecido y prevén que las obligaciones denominadas en ECUs son ejecutables tanto en esta unidad monetaria -hasta su sustitución por la moneda única- o en euros, que son expresamente considerados -p.ej., según el art. 1663 del Código Civil de California- comercial, razonable y substancialmente equivalentes al ECU. Vid. <http://www.leginfo.ca.gov>. (visitado el 14 de abril de 1999).

¹⁵⁶Esta es la situación, entre otros centros financieros, de Singapur, Japón, Suiza, Canadá y el resto de los Estados federados de los Estados Unidos de Norteamérica. Vid. <http://www.leginfo.ca.gov>. (visitado el 14 de abril de 1999).

¹⁵⁷Vid. *supra*, pp. 57 y ss..

¹⁵⁸Vid. L. Malferrari, *op. cit.*, pp. 540 a 551; L. Thévenoz, *op. cit.*, pp. 293 a 305.

de un tercer Estado, pueda descartarse; tampoco es posible afirmar que tal aplicación -o, mejor, toma en consideración- se producirá en cualquier caso.

51. El principio de continuidad de los contratos.

87. Ante la aparición de la moneda única, las autoridades comunitarias y las organizaciones de profesionales consultadas han manifestado, sin ambages, que la inalterabilidad de los contratos financieros internacionales es un elemento de vital importancia para garantizar la seguridad jurídica tanto en el mercado interior cuanto de cara a la credibilidad externa del proceso de U.E.M..

No obstante dicha afirmación, en el antes mencionado Libro Verde, la Comisión Europea ya señalaba que algunos ordenamientos contemplan la posibilidad de que uno de los contratantes rescinda o modifique de modo unilateral una relación contractual, si se produce una perturbación fundamental de los factores económicos -la sustitución de la moneda en la que una operación financiera internacional viene denominada sin duda lo es- que sirvieron de base a su negociación¹⁵⁹. En el caso del eurocrédito sindicado, además, dicha posibilidad está expresamente contemplada en el clausulado contractual estándar, merced a la denominada cláusula de desastre o *eurodollar disaster clause*¹⁶⁰.

Para afrontar estas eventualidades, el art. 3 del Reglamento n.º 1103/97 da prioridad a lo dispuesto por las partes y, en su defecto, dispone que la adopción de la moneda única no constituirá, en ningún caso, una causa de revocación de los contratos ni podrá invocarse para solicitar una modificación de los términos contractuales. También la legislación introducida por los Estados Miembros para reforzar la seguridad jurídica ante el impacto de la U.E.M. incide en dicho principio de continuidad, aclarando que la adopción de la moneda única no puede ser considerada como uno de los supuestos de alteración substantiva de la economía del contrato que autorizarían la modificación o rescisión contractual. Consecuentemente, si el contrato ha previsto las consecuencias de la adopción del euro, habrá que estar a lo que las partes hayan dispuesto y, a falta de pacto expreso, optar por la continuidad del mismo.

¹⁵⁹Vid. *Libro Verde, op. cit.*, puntos 129 y 130.

¹⁶⁰Vid. *infra*, pp. 88 y ss..

Aún sin la intensidad con que se ha manifestado en otros ámbitos financieros¹⁶¹, la práctica eurocrediticia más reciente revela una clara tendencia a la incorporación de cláusulas cuyo objeto específico es regular los efectos de la sustitución de las monedas de los Estados participantes por la moneda única, con una opción materialmente orientada hacia la continuidad de la relación, realizándose el proceso de conversión al tipo fijado por el B.C.E. y de acuerdo con las reglas de redondeo establecidas en el Reglamento 1103/97.

Ahora bien, por un lado, el eurocrédito es una fórmula contractual que da cobertura a una relación financiera a medio/largo plazo y no hay que descartar, pues, que operaciones pactadas hace 10 años continúen desplegando efectos y en ellas no haya sido contemplada, al menos específicamente, la eventual aparición de la U.E.M. Se plantearía, entonces, la cuestión de dilucidar conforme a qué ordenamiento correspondería evaluar la suerte de las obligaciones monetarias ante tal eventualidad; incógnita que sólo puede despejarse utilizando el instrumental del D.i.pr.. Y esto es así porque una cosa es que la U.E., como depositaria de la soberanía monetaria de los Estados Participantes en la U.E.M., acuerde que el euro sustituirá a las monedas nacionales y al ECU y otra, muy distinta, las consecuencias que de tal sustitución se deriven para los contratos denominados en las unidades monetarias sustituidas. Mientras, como ya se ha visto, los aspectos relativos a la sustitución de las unidades monetarias afectadas por la U.E.M. -con la excepción del ECU privado- vienen referidos a la *lex monetae*, la continuidad de la relación ante el impacto de tal decisión es algo que depende de la voluntad de las partes y, por tanto, se inscribe en la órbita de la *lex contractus*. Como no todas las relaciones eurocrediticias vienen sometidas a un ordenamiento comunitario, la reflexión internacional privatista se presenta como un referente inexcusable.

Expuesto así el problema, en mi opinión, aunque no falta alguna voz discordante, hay que distinguir aquellos supuestos en los que la competencia judicial internacional es asumida por un juez de un Estado miembro de la U.E. y aquellos otros en los que la competencia sea asumida por una autoridad de un Estado tercero¹⁶².

a. Competencia de un juez de un Estado Miembro de la U.E..

88. Si la competencia judicial internacional es asumida por una jurisdicción comunitaria -por ejemplo, la jurisdicción luxemburguesa, que está adquiriendo un protagonismo creciente en el campo financiero internacional- la consideración de los reglamentos comunitarios sobre introducción del euro como normas imperativas -ya suficientemente argumentada en otros pasajes de este trabajo- implica la elusión de toda referencia al sistema conflictual y concluye con la aplicación directa de un régimen jurídico básico, que puede ser sintetizado en las siguientes afirmaciones: i) la sustitución de las monedas nacionales por el euro no exime del cumplimiento de las obligaciones, ni autoriza la alteración unilateral de los instrumentos jurídicos, a salvo de lo expresamente pactado por las partes; ii) la sustitución de las monedas nacionales por el euro no podrá ser, en ningún caso, considerada como un hecho jurídico con efectos modificativos, extintivos, revocatorios, rescisorios o resolutorios en el cumplimiento de las obligaciones; iii) las referencias contenidas en los instrumentos jurídicos a importes monetarios tendrán la misma validez ya se expresen en euros o en monedas nacionales; iv) el importe monetario expresado en euros resultante de la aplicación del tipo de conversión y, en su caso, del redondeo, es equivalente al importe monetario expresado en la moneda nacional de referencia que fue objeto de la conversión.

b. Competencia de un juez de un Estado tercero.

89. La continuidad de los contratos, pese a la existencia de una mayoría de ordenamientos favorables a su observancia, no está, obviamente, tan claramente asegurada cuando la jurisdicción competente es extracomunitaria y, por tanto, no vinculada

¹⁶¹En el campo de la permuta financiera (swap), la *International Swaps and Derivatives Association* ha propuesto el llamado *ISDA EMU Protocol*, enmienda del *ISDA Master Agreement*, que establece la continuidad de los contratos de *swap* afectados por la U.E.M. como cláusula contractual tipo, aplicable a todas las transacciones entabladas por sus suscriptores, sin necesidad de incorporarla en cada operación. *Vid.* INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, *1998 ISDA Euro Definitions.*, <http://www.isda.org/eudf1198.pdf>, visitado 20 de enero de 2000.

¹⁶²En contra, O. SANDROCK, *ADer Euro...@, op. cit.*, p. 11, para quien la cuestión del foro es irrelevante.

por el Reglamento 1103/97. Una vez más, hay que hacer notar que no se trata de un supuesto de laboratorio, pues otra de las prácticas frecuentemente observadas en la contratación eurocrediticia es la designación de los tribunales del Estado de Nueva York como internacionalmente competentes para resolver cualquier controversia derivada de la ejecución y/o interpretación del contrato.

Si la *lex contractus* es la ley de un Estado Miembro de la U.E., la continuidad de la relación estaría, en principio, garantizada por aplicación de los Reglamentos 1103/97, salvo que la misma pueda ser considerada como contraria al orden público del foro extranjero. El supuesto, aún sin ser de imposible verificación, resulta un tanto artificioso, primero, por la tendencia general de la práctica eurocrediticia hacia la coincidencia entre *forum* y *ius*; segundo, por lo improbable de que un Estado tercero tenga interés en enfrentarse con la Unión Europea en este terreno; y tercero, porque, como veremos a continuación, del análisis del contenido material de los principales ordenamientos en presencia, no parece que haya razón para suponer el desencadenamiento del correctivo funcional de orden público.

Así pues, con mayor probabilidad, la competencia de una jurisdicción extracomunitaria acarrearía la aplicación de las leyes del mismo foro; en el ejemplo propuesto, las leyes del Estado de Nueva York. De lo que se trata, entonces y enlazando con el párrafo anterior, es de estudiar la compatibilidad del principio comunitario de continuidad de los contratos con los ordenamientos de los principales centros financieros internacionales, para lo cual nos situaremos ante la hipótesis de una jurisdicción tercera que aplica el derecho de un Estado también tercero¹⁶³.

90. Tanto en el área europea extracomunitaria cuanto en los principales mercados financieros de Norteamérica el análisis de los ordenamientos de referencia arroja un resultado inicialmente propenso, no sin matices, al mantenimiento de la continuidad de las relaciones contractuales tras la sustitución de las monedas nacionales por el euro.

91. En Europa son de destacar, por su importancia, las posibles reacciones de los mercados suizo y ruso. Por parte de la doctrina jurídica y de las autoridades monetarias suizas se ha llegado a asegurar que tanto el Derecho positivo cuanto la jurisprudencia de los tribunales helvéticos son claramente favorables a la continuidad de los contratos, sin que sea preciso adoptar soluciones legislativas específicas. También el análisis de la legislación rusa hace pensar que los tribunales de este Estado no intervendrán sobre los contratos eurocrediticios por la sola alegación del fenómeno de sustitución de las monedas nacionales de los Estados Participantes en la U.E.M. por el euro.

92. Dentro del área norteamericana, en Canadá, las opiniones de los principales expertos consultados son favorables a la garantía de la continuidad de las relaciones financieras internacionales tras la irrupción del euro, sin necesidad de introducir legislación nacional alguna para garantizar tal efecto.

En los Estados Unidos, la situación en los principales centros financieros es muy variada, por cuanto el gobierno federal no ha considerado oportuno realizar esfuerzo normativo alguno respecto de la continuidad de los contratos afectados por la adopción del euro.

¹⁶³*Vid.*, para todo lo que sigue, <http://www.perkinscoie.com/euro.html>. (Visitado el 14 de abril de 1999).

Desplazado el análisis a la actividad de cada Estado federado, el balance no es, ni mucho menos homogéneo. Como ya se advirtió antes, de los cincuenta Estados de la Unión, tan sólo una minoría de ellos, aunque ciertamente relevantes en el campo eurocrediticio -Nueva York, California- han adoptado respuestas legislativas específicas y favorables al principio de continuidad. En el resto de Estados de la Unión norteamericana, a falta de tal pronunciamiento legislativo, no parece que ni según lo dispuesto en el artículo II del *Uniform Commercial Code* ni según los parámetros interpretativos generales del *common law proper test* haya resultados materiales finalmente oponibles al principio de continuidad, por la simple alegación del fenómeno de sustitución monetaria¹⁶⁴.

93. Mayores incertidumbre se plantean en el área asiática, en concreto, por lo que a los mercados de Singapur y japoneses respecta.

En Singapur, se organizó, en febrero de 1998, un comité de estudio interdisciplinar para analizar la cuestión de la continuidad de los contratos financieros internacionales. Aunque se trata de un ordenamiento que bebe en las fuentes del *common law*, las conclusiones del comité acabaron por señalar que, de acuerdo con los presupuestos de las leyes de Singapur, la continuidad de los contratos financieros transfronterizos no estaba asegurada.

Por lo que hace a Japón, la mayoría de los expertos consultados se han manifestado en contra de soluciones globales, proponiendo un análisis casuístico, lo cual no ofrece grandes garantías. No obstante, la mayoría de especialistas coinciden en señalar que la continuidad de los contratos, como traducción de teorías económicas tan extendidas como el nominalismo, será siempre el argumento a batir; estableciéndose una suerte de presunción *iuris tantum* a su favor.

94. En definitiva, no parece que haya contenidos materiales radicalmente opuestos al principio comunitario de continuidad contractual. Sólo una alteración extraordinaria de las prestaciones inicialmente pactadas justificaría una intervención judicial que, en aras de la salvaguarda de los intereses de las partes, se apartase del respeto cuasi-universal al principio nominalista. Para fundamentar tales actuaciones excepcionales se han alegado toda clase de argumentos centrados, unas veces, en la cláusula *rebus sic stantibus* o la doctrina de la previsibilidad, y otras, en los principios de buena fe en la contratación, equilibrio contractual o en el recurso a la equidad.

Pero es que, en mi opinión, incluso aceptando la formulación clásica de la teoría de la frustración del contrato por desaparición de su objeto -es decir, de la moneda nacional inicialmente utilizada para denominar la operación- la introducción del euro no justificaría, por sí sola, la nulidad de las relaciones eurocrediticias afectadas por el fenómeno de sustitución monetaria. Tal y como el propio Reglamento 1103/97 establece en sus considerandos, la aparición de la moneda única no es ni algo que pueda calificarse de imprevisible ni que genere una alteración substancial del estado de cosas existentes en el momento de contratar, criterios estos últimos habitualmente requeridos en el Derecho comparado para dar entrada a la rescisión del contrato según la teoría de la alteración de sus términos fundamentales.

II. ESTUDIO DESCRIPTIVO DEL EUROCRÉDITO SINDICADO.

95. En esta parte del trabajo se aborda una descripción del contrato de eurocrédito sindicado tal y como el estado de la práctica del euromercado permite establecerla a 1 de junio de 1999. Dicho esto, una primera aclaración es precisa: probablemente, la reproducción que aquí se intenta de estas peculiares figuras financieras no coincida con ningún formulario o póliza contractual. Y ello por tres razones: primero, por la gran flexibilidad de estos contratos, propia de la práctica jurídica anglosajona; segundo, por la continua adaptación de los mismos a las circunstancias cambiantes del euromercado; tercero, porque tampoco ese es el objetivo de estas páginas.

En cuanto al primer aspecto, si bien es cierto que muchas de las fórmulas y cláusulas eurocrediticias se repiten y figuran como estándares en todos los contratos -p. ej. las cláusulas de elección de tribunal competente y de derecho aplicable- otras -p. ej. la facultad *revolving*, la opción multidivisa o las cláusulas de renuncia a las inmunidades de jurisdicción o de ejecución- sólo aparecen en función de las características concretas de la operación. Esta capacidad de adaptación del contrato a las concretas necesidades y circunstancias de las partes constituye una de las virtudes y notas diferenciadoras del eurocrédito respecto de otras fórmulas financieras disponibles en los mercados financieros internacionales. En definitiva, puede decirse, sin temor a incurrir en equivocación alguna, que prácticamente no existen dos créditos sindicados denominados en euromonedas iguales.

Por lo que a la segunda cuestión respecta, aunque la coincidencia entre el esquema contractual que aquí se propondrá y un hipotético contrato real fuese posible, es preciso tener muy presente que trazar una configuración estándar del contrato eurocrediticio supone congelar en el tiempo una actividad -la de los equipos de juristas y economistas encargados de su redacción- que nunca se detiene en un determinado estadio evolutivo. Los formularios en los que la voluntad de las partes se plasma responden continuamente a los nuevos desafíos planteados por las necesidades de los contratantes y las cambiantes circunstancias del euromercado. Consecuentemente, los ejemplares a los que puede tener acceso un profano ajeno a ese círculo de especialistas no son -por razones obvias de secreto profesional y custodia de las propias ventajas competitivas- ejemplos de la última generación de modelo contractual.

¹⁶⁴Vid. L. Malferrari, *op. cit.*, pp. 539 y ss..

En fin, de lo que aquí se trata no es tanto de exponer un estereotipo de clausulado más o menos extensivo - planteamiento común en la mayoría de las obras que han abordado el estudio del eurocrédito- cuanto de proporcionar una descripción de aquellos aspectos estructurales y dinámicos más singulares, que permitan apreciar la variedad, riqueza y complejidad de las estipulaciones y relaciones implicadas en estas verdaderas obras de ingeniería jurídica¹³².

96. Desde estos presupuestos, el estudio adopta una metodología inductiva, que parte de la observación y descripción de la práctica eurocrediticia. La exposición comienza con una breve precisión terminológica y la búsqueda de una definición instrumental del contrato (1.); lo cual permitirá, acto seguido, caracterizarlo (2.) para, finalmente, compararlo con otras figuras afines o competidoras del mismo en el marco de los mercados financieros internacionales (3.).

Con todo ello se espera ofrecer una caracterización general del contrato de eurocrédito sindicado que establezca, con la mayor nitidez posible, los perfiles propios y distintivos del objeto de este trabajo, a la vez que vaya planteando los ejes vertebradores de la reflexión acerca de su disciplina internacional-privatista.

1. PRECISIÓN TERMINOLÓGICA Y DEFINICIÓN INSTRUMENTAL.

97. En la práctica del euromercado no es fácil encontrar una definición del contrato eurocrediticio. Ni tan siquiera es usual encontrar tal *nomen iuris* en los encabezamientos de los anuncios publicitarios (*tombstones*) con los que la operación se da a conocer o en el apartado dedicado a las definiciones (*definitions*) de los propios contratos. Las denominaciones más frecuentes, conforme con el origen de estas figuras, suelen corresponderse con las manejadas por la doctrina anglosajona y es habitual que lo hagan preferentemente con alguna de las especies o modalidades contractuales, más que con el género al que pertenecen: p. ej. *multicurrency option facility*, *term loan agreement*¹³³. Menos frecuentemente, se puede hallar la expresión *syndicated eurocredit*, más cercana a la nomenclatura latina¹³⁴.

Obviamente, no es preocupación primordial de las partes definir el contrato que van a celebrar, sino velar por la protección de sus intereses; por más que exista una clara conciencia de estar celebrando o negociando una transacción de este tipo, como demuestra el hecho de que, ya en el *Information Memorandum*, es frecuente encontrar menciones afirmando que "el futuro contrato contendrá las estipulaciones habituales en el euromercado para este tipo de operaciones".

¹³²Planteamiento coincidente con el que propone L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA para las operaciones domésticas. 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, 1997, Tecnos, pp. 864 a 902, esp., pp. 872 y 876.

¹³³Vid., *ad exemplum*, M. BOONE y T. POWERS, "The Eurodollar Loan Agreement" en J.J. NORTON (edit.), *Prospects for International Lending and Reschedulings*, Dallas, Matthew Bender, 1988, cap. 24, pp. 24-1 a 24-57; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, p. 91.

¹³⁴Vid. E. CLARK y otros, *International finance*, Londres, Chapman & Hall, 1993, p. 407; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, p. 43.

De todas formas, en este estadio del presente trabajo, el silencio de los participantes en el euromercado carece de importancia pues la principal tarea no es discutir acerca la naturaleza jurídica del eurocrédito o calificarlo a efectos de su régimen de D.i.pr. -lo que se abordará en su momento¹³⁵- cuanto contar con una herramienta conceptual que permita delimitar los contornos de la figura objeto de examen, de ahí que se adjetive a la definición que más adelante se propondrá, con el calificativo "instrumental". No obstante las escasas pretensiones que dicha adjetivación pone de manifiesto, antes de formular una definición es conveniente, a esos mismos efectos, realizar una breve precisión terminológica

A. Precisión terminológica.

98. Si bien, en puridad de términos, no existe un paralelismo exacto entre las expresiones "eurocrédito" y "créditos sindicados denominados en euromonedas", ambas denominaciones serán utilizadas como equivalentes, a lo largo de la presente exposición. En principio, nada obsta a que un único acreditante ponga a disposición de un acreditado capitales denominados en eurodivisas. En tales supuestos, estaremos en presencia de un eurocrédito, pero no de una operación eurocrediticia sindicada, que es la que constituye el objeto de esta reflexión¹³⁶.

Así y todo, no faltan razones para mantener, aunque sea a efectos simplemente expositivos y una vez aclaradas estas posibles divergencias, la denominación genérica de *€eurocréditos* para referirse al objeto de la investigación en curso. En primer lugar, porque cuando una expresión gana carta de naturaleza en un determinado ámbito, suele ser preferible mantenerla que utilizar una alternativa que, si bien puede ser teóricamente más correcta, también puede inducir a equívocos. En segundo término, desde un punto de vista simplemente cuantitativo, la inmensa mayoría de las operaciones designadas con el nombre de eurocréditos se corresponden, efectivamente, con créditos sindicados denominados en euromonedas. Ello es así porque el recurso a una operación de este tipo sólo tiene explicación a partir de su concreta función económica. Esta consiste en proporcionar al acreditado un gran volumen de fondos, lo que implica el empleo de la técnica de la sindicación, como fórmula de cooperación entre entidades prestadoras de servicios financieros internacionales y diversificación de riesgos. De este modo, las operaciones mencionadas antes como ejemplos divergentes de la estricta caracterización de los eurocréditos sindicados, quedan reducidas a la condición de excepciones.

B. Definición instrumental.

Para llegar al instrumento conceptual que constituye el objeto de estas líneas, vamos a realizar un breve repaso a las propuestas de definición que, desde diferentes tradiciones científicas, han formulado los especialistas que se han ocupado del eurocrédito sindicado.

99. Entre los autores de lengua española, F. J. GÓMEZ-REY nos proporciona la siguiente: "...figura jurídica que, al efecto de reciclar capitales del mercado a corto plazo, permite la disponibilidad de estos capitales a una persona física o, más frecuentemente, jurídica en unas determinadas condiciones, comprometiéndose el receptor a devolver dicho capital con un interés previamente establecido y normalmente variable a la entidad o entidades que lo ofrecen."¹³⁷ En mi opinión, más que definir un tipo determinado de figura contractual, lo que el referido autor hace es describir una de las peculiares virtudes económicas del eurocrédito cual es la de operar como conversor de los eurodepósitos a corto término, en crédito a largo plazo. Faltan, además, elementos fundamentales de la estructura contractual que estimo deben aparecer en una definición: la configuración sindicada de la parte acreditante y la estructura en tramos o períodos de interés.

B. M. CREMADES, por su parte, cita una definición de A. JACQUEMONT según la cual, habría que entender por eurocrédito: "...el préstamo concedido por un sindicato de bancos de diferente nacionalidad para un período de tiempo generalmente superior a un año y financiado en el mercado de eurodivisas sobre fondos a muy corto plazo"¹³⁸. A primera vista, parece existir una contradicción entre los términos eurocrédito, como realidad a definir, y préstamo, como elemento definitorio. Tal contradicción no es más que aparente. En efecto, B. M. CREMADES utiliza indistintamente los términos "préstamo sindicado" y "eurocrédito"¹³⁹, manteniendo una calificación coherente con lo que él denomina la naturaleza "híbrida" del contrato, naturaleza que estaría a caballo entre el préstamo y el crédito¹⁴⁰. Como ya se ha adelantado antes, en mi opinión, en el presente grado de avance del análisis, no es preciso abordar dicho problema calificadorio para realizar una definición instrumental del eurocrédito. Definición en la que, vuelvo a repetir, deberían aparecer elementos estructurales que, como la referencia al tipo de interés variable, faltan en esta última propuesta.

Más cercana a nuestro propósito es la descripción que de los créditos sindicados denominados en euromonedas hace A. AURIOLES MARTÍN: "...contratos de crédito con tipo de interés variable en los que un conjunto de Bancos de diferentes nacionalidades ponen a disposición de un solo cliente una suma de dinero en eurodólares, o en cualquier otra eurodivisa, que

¹³⁵ *Vid. infra*, pp. 152 y ss..

¹³⁶ En el mismo sentido, *vid.* F. LEROUX, *op. cit.*, p. 96, nota n1 1; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 91 a 93.

¹³⁷ *Vid.* F. J. GÓMEZ-REY, *op. cit.*, p. 2.

¹³⁸ *Vid.* B. M. CREMADES, *op. cit.*, p. 5. Aunque el autor no cita la obra concreta de A. JACQUEMONT a que se refiere, es más que posible que se trate de "Le contrat d'euro-crédit: un contrat à valeur variable", *op. cit.*, p. 35.

¹³⁹ *Ibid.* p. 5.

¹⁴⁰ *Ibid.*, p. 11

ellos, a su vez, han obtenido de esos mercados internacionales¹⁴¹. La definición podría suscribirse por entero en esta sede. Es concisa, realiza un correcto dibujo de los elementos estructurales fundamentales de la operación y resalta el carácter internacional del eurocrédito. Bastaría, para colmar las exigencias descriptivas que se han trazado como objetivo en este apartado una, a mi juicio, necesaria referencia a las obligaciones básicas de las partes, de forma que no haya que realizar una calificación apriorística -"contratos de crédito"- de la naturaleza de la operación.

100. La doctrina francófona también cuenta con notables contribuciones en este campo. Entre las definiciones sugeridas -aparte de la ya examinada, por referencia, de A. JACQUEMONT¹⁴²- destaca la formulada, desde un punto de vista económico, por F. LEROUX, quien entiende que "(U)un préstamo sindicado es una operación por la cual un grupo de bancos (el sindicato bancario) pone fondos a disposición de un prestatario en condiciones y términos idénticos para todos los participantes."¹⁴³

Si bien esta fórmula cuenta con las ventajas de la sencillez, obviamente no es obra de un jurista. Se percibe inmediatamente la ausencia de una mención relativa a la prestación del acreditado y la preocupación por poner el acento en la perspectiva bancaria de la operación. En adición a lo ya expresado, pese a que en términos económico-financieros pudiera estimarse correcta la utilización de crédito y préstamo como sinónimos -tal y como lo hace el citado autor¹⁴⁴- ya ha habido ocasión de anticipar nuestro desacuerdo con tal equiparación.

Desde una perspectiva más estrictamente jurídica, C. DUFLOUX y L. MARGULICI definen los eurocréditos como "...contratos de crédito a medio plazo celebrados por un grupo de entidades bancarias internacionales que repercuten sobre el cliente el precio de la refinanciación obtenida en el mercado de eurodólares a través de la aplicación de un tipo de interés ajustable cada cierto período de tiempo conforme a las condiciones existentes en ese mercado"¹⁴⁵. Una vez más, se destaca acertadamente la importancia del proceso de refinanciación, pero falta una referencia a la operativa en euromonedas que es lo que permite diferenciar a las operaciones eurocrediticias de los créditos sindicados domésticos.

101. En la literatura jurídico-financiera anglosajona pueden hallarse gran variedad de definiciones, entre las que comentaremos las que siguen. M. BOONE y T. POWERS definen el eurocrédito como aquel "...crédito o préstamo tanto doméstico como internacional que fija su tipo de interés por referencia al tipo vigente en el interbancario del euromercado."¹⁴⁶. Sin duda la contribución más interesante de esta definición es la referencia al euromercado. Así y todo, el empleo de crédito y préstamo como sinónimos y las carencias estructurales ya tantas veces señaladas -estructura sindicada, referencia al carácter variable del tipo de interés, mención de la contraprestación debida por el acreditado a sus acreditantes, etc.- también hacen poco idónea esta definición a los efectos descriptivos aquí perseguidos.

Mayor incapié en la naturaleza de la moneda utilizada para denominar la operación hace A.J.W. WATSON: "Puede describirse un eurocrédito como aquel préstamo concedido por un sindicato bancario en una moneda distinta de la que tiene curso legal en el país del prestatario."¹⁴⁷. En términos semejantes se manifiesta F. GRAAF: "...préstamo en el que un grupo de bancos pone a disposición del prestatario fondos denominados en una o varias euromonedas."¹⁴⁸. El valor principal de la fórmulas empleadas por estos autores, la concisión, merece ser tenido en cuenta a la hora de la inclusión de la referencia a las eurodivisas a efectos descriptivos. Como crítica, volver a manifestar lo jurídicamente incorrecto de la equiparación entre crédito y préstamo y la falta de mención de elementos estructurales.

Para R.P. McDONALD, "(U)un eurocrédito o crédito sindicado, en sentido estricto, es una facilidad financiera concedida por más de una entidad acreditante, en una o varias monedas distintas de la del país del prestatario, sobre unas mismas bases financieras y una misma documentación."¹⁴⁹. La definición anterior posee la virtud de poner el acento en dos de los elementos característicos del eurocrédito: la estructura sindicada y la referencia a la euromoneda. Vuelve a faltar la referencia al tipo de interés variable y no hay la menor mención de la contraprestación a que se obliga el acreditado, lo cual, desde la finalidad descriptiva que preside esta indagación, resulta una carencia importante.

102. En fin, pese a la precisión con que la lengua alemana suele servir al mundo del Derecho, parecidas críticas a las anteriores pueden dirigirse a las caracterizaciones que del eurocrédito han realizado algunos especialistas. Así, A. FUCHS o H.

¹⁴¹Vid. A. AURIOLES MARTÍN, *op. cit.*, p. 65.

¹⁴²Vid. *supra*, p. 66.

¹⁴³Vid. F. LEROUX, *op. cit.*, p. 96. Traducción propia.

¹⁴⁴*Ibid.* p. 96.

¹⁴⁵Vid. C. DUFLOUX y L. MARGULICI, "A propos des euro-crédits: le phénomène des euro-crédits et ces statistiques", *Banque*, n1 391, febrero de 1981, p. 54.

¹⁴⁶Vid. M. BOONE y T. POWERS, *op. cit.*, p. 11. Traducción propia.

¹⁴⁷Vid. A.J.W. WATSON, "Sources of International Finance", en J. RUTTERFORD y R. MONTGOMERIE (editores), *Handbook of U.K. Corporate Finance*, Londres, Butterworths, 1992, pp. 179 a 231, en especial, p. 181. Traducción propia.

¹⁴⁸Vid. F. GRAAF, *op. cit.*, p. 309.

¹⁴⁹Vid. R.P. McDONALD, *op. cit.*, p. 12.

ROSENAU utilizan indistintamente las expresiones *Acrédito*® y *Apréstamo*® para referirse al eurocrédito sindicado¹⁵⁰ y J. WELCKER, insiste más en una explicación de la mecánica de refinanciación que en proporcionar una definición¹⁵¹.

103. Con este breve repaso a las definiciones que del eurocrédito han formulado algunos de los exponentes más destacados del estudio del universo financiero internacional, ya se puede tener una idea bastante aproximada de la realidad ante la que nos encontramos y una base suficientemente sólida sobre la que construir la propia definición.

En una primera aproximación, puede definirse al crédito sindicado denominados en euromonedas como una operación financiera compleja, instrumentada jurídicamente en un solo documento, en virtud del 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.

Desde el objetivo estrictamente descriptivo con que se abordó esta parte del estudio, la definición propuesta tiene la ventaja de delinear los aspectos estructurales característicos de una operación eurocrediticia -organización sindicada de la parte acreditante, denominación en una o varias euromonedas, vencimiento a medio o largo plazo y tipo de interés variable- y, además, los términos utilizados para definirla no suponen pronunciamiento alguno desde el punto de vista de su controvertida naturaleza jurídica y su calificación a efectos del D.i.pr.¹⁵².

¹⁵⁰ Vid. A. FUCHS, *Zur rechtlichen Behandlung der Eurodevisen*®, *Z.V.R.*, n1 3, vol 95, 1996, pp. 283 a 304, esp. pp. 283 y 286; H. ROSENAU, *Das Eurodollar-Darlehen und sein anwendbares Recht. Ein Beitrag zur Auslegung der Art. 27 und 28 EGBGB auf internationale Kredite*®, *R.I.W.*, 1992, Heft 11, pp. 879 a 883; esp., p. 880.

¹⁵¹ Vid. J. WELCKER, *Der Eurodollarmarkt. Tatsächliche und vermeintliche Probleme*®, *Konjunkturpolitik*, n1 5, 1981, pp. 279-296.

¹⁵² Vid. *infra*, pp. 144 y ss..

2. CARACTERIZACIÓN DEL EUROCRÉDITO SINDICADO.

104. Las operaciones financieras internacionales antes descritas se caracterizan, tanto desde una perspectiva económica cuanto desde un punto de vista jurídico, por su elevado nivel de riesgo. Los principales riesgos jurídicos identificables en los créditos sindicados denominados en euromonedas derivan, básicamente, de su complejidad técnico-jurídica (A.) y de su carácter altamente internacionalizado (B.).

A. Complejidad técnico jurídica.

105. Distintas expresiones se han utilizado para poner de relieve la complejidad del eurocrédito sindicado. Así, se habla de "contratos cuadro de contenido variable"¹⁵³; de "naturaleza híbrida"¹⁵⁴; de "figuras atípicas"¹⁵⁵; del carácter "extremadamente minucioso" de la redacción de tales fórmulas contractuales¹⁵⁶; o se describe a los eurocréditos como obras de auténtica "ingeniería jurídica"¹⁵⁷.

Sintetizando, puede afirmarse que dichas manifestaciones están sustentadas, fundamentalmente, en tres circunstancias concretas: primera, porque los eurocréditos sindicados son figuras atípicas vinculadas a la tradición jurídica anglosajona (11.); segunda, por el intrincado laberinto de relaciones que se entablan en su seno (21.); y tercera, por ser fórmulas contractuales destinadas a dotar de cobertura jurídica a una relación financiera cuyos efectos en el tiempo se prevén prolongados (31.).

11. Filiación anglosajona del eurocrédito sindicado.

106. Los eurocréditos nacen, se desarrollan y adquieren su conformación más o menos estándar 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 prácticos de tradición jurídica del Derecho común (*common law*). Dicha filiación y la inserción del contrato en un medio altamente internacionalizado poseen una clara repercusión sobre las técnicas de redacción contractual: minuciosidad en la aquilatación de los derechos y obligaciones de las partes y necesidad de una evaluación estricta de la recepción del clausulado contractual en todos y cada uno de los ordenamientos que sobre la operación convergen (*lex contractus, lex loci executionis, lex fori...*). A continuación, analizaremos brevemente la respuesta de la práctica ante estos desafíos.

¹⁵³Vid. A. JACQUEMONT, en "Le contrat d'euro-crédit: un contrat à contenu variable", *Journ. dr. int.*, 1979, pp. 34 a 78, esp., p. 42.

¹⁵⁴Vid. B. M. CREMADES, *op. cit.*, p. 11.

¹⁵⁵Vid. F. J. GÓMEZ REY, *op. cit.* p. 31,

¹⁵⁶Vid. J. P. MATTOUT, *op. cit.* p. 213.

¹⁵⁷Vid. L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, «Los préstamos y créditos...», en *Nuevas entidades...*, *op. cit.*, pp. 509.

a. La técnica de redacción del contrato.

107. Aunque pueda parecer extraño, también en el momento de proceder a la redacción del contrato pueden surgir problemas en el seno de las relaciones eurocrediticias. Fundamentalmente, dos son las cuestiones que se suscitan: primera, la posible responsabilidad del Banco Organizador, si el contrato no resulta válido y, segunda, la derivada de la emisión de *legal opinions* o dictámenes jurídicos falsos, erróneos o incompletos¹⁵⁸.

En la técnica a emplear en la redacción del contrato tiene una importancia capital la ley a la que el mismo se va a someter. Si, como es habitual, el ordenamiento elegido es el Derecho inglés o el Derecho del Estado de Nueva York hay que partir de la inexistencia de normas supletorias que puedan colmar las lagunas o descifrar aquellos aspectos que las partes han dejado poco claros. Se impone pues, una verdadera obra de ingeniería jurídica preventiva que tenga en cuenta el mayor número de circunstancias posibles. Si, por contra, la ley designada es la de un país de los denominados de Derecho Civil, bastará con redactar los términos básicos del contrato, dada la posibilidad de integrarlo con los preceptos supletorios existentes en dichos sistemas.

En cualquier caso, la práctica revela que, de conformidad con el origen de estas figuras contractuales, incluso cuando las entidades bancarias procedentes de países de Derecho Civil dominan el sindicato y están en condiciones de imponer la elección de uno de estos ordenamientos como ley aplicable al contrato, la técnica elegida sigue siendo anglosajona. Esta circunstancia no deja de crear problemas. Si, por un lado, es lógico que aquellas cláusulas de contenido financiero tengan en cuenta el marco en el que surgen los eurocréditos; por otro, el mimetismo jurídico ya no es tan lógico, puesto que obliga a una labor de adaptación de conceptos e instituciones provenientes de sistemas jurídicos dispares, no siempre posible sin desnaturalizarlos o incurrir en riesgo de ineficacia¹⁵⁹.

Desde otra perspectiva, el recurso indiscriminado a las menciones y cláusulas manejadas por los expertos anglosajones puede, en manos de quien no está familiarizado con el conjunto del sistema, privar al eurocrédito de una de sus mayores virtudes: la flexibilidad¹⁶⁰. Ya hemos manifestado que no existen dos contratos iguales, pese a que se dan coincidencias en la estructura y redacción de las cláusulas. En mi opinión, más que hablar de contratos estandarizados, como hace algún autor¹⁶¹, hay que hacerlo de problemas estándar que reciben soluciones semejantes, pero siempre en continua evolución.

b. Dictámenes de asesoramiento jurídico (*legal opinions*).

108. Los contratos de eurocrédito son complejos y extensos documentos -entre 50 y 200 páginas- en los cuales las

¹⁵⁸Vid. F. GRAAF, *op. cit.*, p. 318; J.R.F. LEHANE, *op. cit.*, pp. 230 a 244; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 128 y ss.; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, pp. 55 y ss.

¹⁵⁹Vid. M. ELLAND-GOLDSMITH, "Un mode de financement en devises: les crédits roll-over en eurodollars", *Dr.Pr.Comm.Int.*, vol. 3, 1977, pp. 342 y 343; R. SLATER, "Syndicated Bank Loans", *J.I.B.L.*, 1982, p. 193.

¹⁶⁰Vid. *infra*, pp. 95 y ss..

¹⁶¹Vid. J.P. MATTOU, *op. cit.*, p. 213.

partes intentan aquilatar al máximo sus derechos y deberes, sin renunciar a la necesaria flexibilidad requerida por una operación cuyos términos fundamentales están referidos a un marco cambiante -el euromercado- y que es susceptible de atraer sobre sí diferentes ordenamientos.

Consecuentemente, es preciso un alto grado de conocimiento técnico-jurídico que permita dar cumplida réplica a las necesidades de los interesados en un marco a la vez abierto y seguro. Ese conocimiento se plasma en los informes o dictámenes de expertos -*legal opinions*- a los que las partes recurren para conocer las diferentes respuestas que los distintos ordenamientos en presencia pueden conferir a los múltiples problemas planteados por una operación financiera extremadamente internacionalizada¹⁶².

109. La práctica de emitir informes relacionados con operaciones financieras internacionales es de origen norteamericano, pero pronto se extendió a la capital del euromercado: Londres. Su existencia constituye actualmente una condición previa (*conditions precedents*) para la retirada de los fondos por parte del acreditado y su objetivo fundamental es prevenir los riesgos jurídicos derivados de la internacionalización del eurocrédito sindicado. Sin embargo no puede descartarse otro atractivo de la práctica de requerir informes: en caso de que aparezcan riesgos no diligentemente revelados, la compañía de seguros de la firma de abogados asesores puede verse en serios problemas.

Cada dictamen sólo contempla un determinado Derecho y siempre desde la perspectiva de la documentación contractual aportada. Generalmente, se solicitarán informes a expertos jurídicos acerca del Derecho del país del acreditado, del Estado cuya ley haya sido designada como aplicable, del lugar donde se haya de ejecutar la transacción, de los diferentes acreditantes, etc.. Sólo deben incluirse en los mismos referencias jurídicas, no hay porqué hacer mención de aspectos fácticos como la existencia de litigios que potencialmente perjudiquen la buena marcha de la operación, la existencia de deudas del acreditado, etc..

En cualquier caso, las *legal opinions* no tienen nada que ver con la viabilidad económica de la transacción, simplemente se trata de establecer la validez, vinculatoriedad y ejecutabilidad de los pactos contenidos en el contrato, en función de los diferentes ordenamientos que pueden verse abocados a aportar una hipotética solución.

110. Un elenco de las cuestiones más comúnmente requeridas puede ser el siguiente: validez y vinculatoriedad de las obligaciones asumidas por las partes (*valid and binding obligations*); posibilidad de ejecutar dichas obligaciones (*enforceable*); validez de la constitución del acreditado como sociedad (*dully incorporated*); obtención de las autorizaciones gubernamentales necesarias para cumplir las obligaciones del contrato (*governmental approvals*); lo mismo pero referido a los órganos rectores de la sociedad (*dully authorised by all corporate actions*); miscelánea (*miscellaneous*) referida a validez de la elección de foro y derecho aplicable, límites de orden público respecto de las cláusulas típicas del eurocrédito, etc.¹⁶³.

21. Multiplicidad de relaciones.

111. 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 relacional. Desde una perspectiva dinámica, la operación puede analizarse considerando separadamente dos tipos de relaciones: las que se entablan antes de la celebración del contrato -fase de montaje (a.) y las que surgen a partir de la firma del mismo o fase contractual (c.). Obviamente, el momento crítico que marca las fronteras entre una y otra fase es el de la firma del contrato (b.).

¹⁶² CH. J. CONROY y J. W. RIDER, "Legal Opinions in International Financing Transactions", en D.G. PIERCE y otros (edits.), *Current Issues...*, op. cit., pp. 245 a 277; P. VOLKEN, "Legal Opinions in International Transactions", en P. ŠARČEVIĆ y P. VOLKEN (edits.) *International Contracts and Payments*, Londres, Dordrecht, Boston, Graham&Trotman/Martinus Nijhoff, 1991, pp. 125 a 140.

¹⁶³ Vid. CH. CONROY y J. W. RIDER., op. cit., pp. 245 y ss.; P. VOLKEN, op. cit., pp. 125 y ss..

a. Preparación o montaje de la operación.

112. Es el período de gestación del eurocrédito sindicado. Se inicia con los primeros contactos entre el futuro acreditado y el posible Banco Líder u Organizador¹⁶⁴ y finaliza con la firma del contrato. Entre ambos momentos, la entidad seleccionada como Banco Organizador habrá desarrollado una febril actividad consistente, por un lado, en negociar los términos generales de la operación con el futuro acreditado y, por otro, en procurar captar la participación de otras instituciones y agentes financieros hipotéticamente interesadas en aportar fondos (futuros Bancos Directores¹⁶⁵ y Bancos Participantes¹⁶⁶).

¹⁶⁴En la terminología anglosajona, esta entidad recibe variadas denominaciones, tales como *Lead Bank*, *Arranging Bank*, *Lead Manager* o *Manager Bank*. Entre los autores españoles que se han ocupado del tema, se conoce a estos bancos como Banco Líder, Banco Organizador, o Jefe de Fila. Por mi parte, utilizaré la expresión Banco Organizador, pues me parece la más coherente con el rol genérico desempeñado por estas entidades. Otras locuciones, como Banco Líder o Jefe de Fila, son igualmente comunes y aceptables pero, en mi opinión, hacen referencia a un tipo de estrategia de sindicación concreto: la coordinación por el Banco Organizador de uno o varios grupos (*Management Group*) de Bancos Directores (*Management Banks*) y Co-Directores (*Co-manager Banks*). Una panorámica general de esta cambiante taxonomía funcional puede consultarse en J. LEHANE, "Role of Managing and Agent Banks: Duties, Liabilities and Disclaimer Clauses", en D.G. PIERCE, *op. cit.*, pp. 230 a 244; F.D. LOGAN y P.D. ROWNTREE, "Term Loan Agreements", en R.S. RENDELL (edit.) *International Financial...*, *op. cit.*, pp. 1 a 14.

¹⁶⁵Para apoyarse en el desempeño de sus funciones, el Banco Organizador puede recurrir a otras entidades de gran prestigio, los Bancos

113. Como puede colegirse de lo anteriormente expuesto, toda esta fase está protagonizada por el Banco Organizador. En consecuencia, desde el punto de vista del solicitante de recursos financieros, la elección del Banco Organizador es una de las decisiones más importantes que el primero puede tomar al decidir recurrir al euromercado para obtener crédito. El futuro acreditado no sólo deberá examinar las condiciones económicas ofertadas, sino también, el prestigio y capacidad de dicha entidad para captar el mayor volumen de recursos, en el menor tiempo posible y manejar o administrar una operación tan compleja. A partir de su designación, el peso del diseño y negociación de la operación recae, básicamente, en la institución elegida, si bien ésta dejará claro, en todo momento, que actúa como difusora de las declaraciones e intenciones de su cliente.

Directores (*Manager Banks*) con las que compartirá la labor de captación de interesados en proporcionar fondos al acreditado. Por desempeñar dicha función, los Bancos Directores percibirán la correspondiente proporción de la comisión de dirección (*management fee*). En cualquier caso, la intervención de estas entidades de apoyo no es indispensable para el buen fin de la operación. De hecho, son muchos los eurocréditos que se celebran sin su presencia. Otras denominaciones corrientes, como la de *Co-Managers*, tan sólo suelen indicar una participación significativa en la operación, si bien inferior a la de los Bancos Directores. En cualquier caso, su compromiso de aportación es firme, entrando así también en la categoría de Bancos Suscriptores (*Underwriter Banks*).

¹⁶⁶La condición de participante (*Participant Bank*) viene determinada por la asunción de una participación, es decir, del compromiso de aportar una cuota del total del importe del eurocrédito. Jurídicamente, ello le convierte en parte contratante y es aquí donde el mantenimiento de la categoría de Banco Participante cobra virtualidad, para distinguirla de otros bancos que, una vez celebrado el contrato, adquieren una participación en el eurocrédito por medio de alguno de los variados mecanismos de cesión existentes en la práctica. Dichos bancos no son parte en el contrato original, puesto que no existe vínculo alguno entre ellos y las partes originalmente contratantes: tan sólo les une una relación contractual con el cedente de la participación. De ahí que se les califique como Bancos Subparticipantes (*Sub-participant Banks*) o participantes ocultos.

114. Ante el requerimiento del acreditado, los bancos consultados suelen contestar enviando una Carta o Télex de Oferta (*Term Sheet, Commitment Letter*, u *Offering Letter*, que no hay que confundir con *Offering Memorandum*) en la que exponen al cliente las condiciones en las que estarían dispuestos a liderar la negociación: actuación exclusiva o compartida; posible constitución de un Grupo de Dirección (*Management Group*)¹⁶⁷; importe estimado que se puede captar, comisiones, tipos de interés, vencimiento y demás detalles como jurisdicción y ley aplicable.

Habitualmente, los bancos exigen ya en la *Offering Letter* que, en caso de ser los elegidos, el mandato para organizar la operación les sea concedido en exclusiva. Ello es lógico, si se tiene en cuenta que la entidad designada debe hacer un considerable esfuerzo cuyo objetivo es realizar un doble análisis: de la condición financiera y jurídica del solicitante y del estado de receptividad del mercado ante el diseño general de la operación propuesta.

A partir de dicho análisis, el Banco Organizador está en condiciones de asumir el compromiso -firme (*underwritten commitment*) o condicionado (*best efforts commitment*)- de obtener un determinado montante de recursos financieros y de tomar la decisión de apoyarse en uno o varios Grupos de Dirección. Tampoco es extraño que el propio acreditado -especialmente acreditados soberanos con una excelente reputación financiera- impongan la participación de determinadas entidades en el Grupo de Dirección (*Management Group*) o incluso confieran la iniciativa a varios bancos de primera línea.

115. Tras estos contactos, el futuro acreditado confiere una Carta o Télex de Mandato (*Mandate Letter*), en la cual encargará, generalmente a uno, pero puede también que a varios bancos, el diseño definitivo y la preparación del lanzamiento de la operación al mercado. Como contraprestación, el Banco Organizador percibe la denominada Comisión de dirección (*management fee*). Habitualmente, el Banco Organizador ha asumido el compromiso de distribuirla con los integrantes del Grupo de Dirección, si éste existe, reservándose para sí una porción específica, llamada *praecipium*.

Con el fin de captar la participación de un determinado número de bancos dispuestos a aportar una parte del importe total del eurocrédito, el Banco Organizador distribuye entre los hipotéticos interesados, en nombre y por cuenta del futuro acreditado, el Documento Informativo o Circular Informativa (*Information Memorandum, Offering Memorandum, Placing Memorandum*), que contiene la información precisa sobre el solicitante de fondos y el diseño general del negocio propuesto.

¹⁶⁷La constitución del Grupo de Dirección puede obedecer a la iniciativa del acreditado o del Banco Organizador, como instrumento de apoyo a la actividad del líder de la operación, dada la magnitud del eurocrédito solicitado, su complejidad financiera o política, o incluso la concesión de la iniciativa a varios bancos de primera línea, con lo cual estos últimos se pondrán de acuerdo en la designación de un Banco Organizador. De ahí que, en estos supuestos, éste reciba el calificativo de Jefe de Fila o Banco Líder. Sus integrantes son elegidos, fundamentalmente, por su capacidad para aportar capitales, pero también se tienen en cuenta motivaciones de otra índole, entre otras: el especial conocimiento que cada entidad posee de alguno de los diferentes aspectos, jurídicos o económico-financieros de la operación; el deseo expreso del acreditado de que determinadas entidades participen en el Grupo de Dirección, por razones políticas, sobre todo en el caso del acreditado soberano; la implantación de algunos grandes bancos en determinados ámbitos geográficos, por lo que pueden coordinar el deseo de pequeñas instituciones regionales de participar en la operación; la proximidad o conocimiento de ciertas entidades financieras respecto del acreditado, en el supuesto de que éste sea ajeno al círculo financiero del Banco Organizador. *Vid.* F. LEROUX, *op. cit.* pp. 104 y ss.

De todas formas, la mejor publicidad que el lanzamiento de un eurocrédito sindicado puede tener es la asunción, por parte del Banco Organizador, del compromiso firme (*underwritten facility*) de aportar una cuota significativa del importe proyectado. El prestigio de esta entidad y su disposición a comprometer fondos en la operación actúa como garantía de la viabilidad de la misma de cara al mercado. Desde el punto de vista del propio Banco Organizador, la realización y posterior difusión, entre los hipotéticamente interesados en participar, del citado doble análisis supone un incremento notable de responsabilidades y exige una reconocida pericia financiera y jurídica. Evidentemente, en caso de incumplimiento del acreditado, todas las miradas se volverán contra el banco que lideró la operación. Buena prueba de ello es el llamado caso de la *Naviera Colocotronis*, acaecido en 1976, del que tendremos ocasión de hablar después¹⁶⁸.

116. Finalmente, las tareas del Banco Organizador concluyen con la preparación -otra cosa es quien corre con los gastos, léase, el acreditado- de la ceremonia solemne de firma del contrato. Ello supone la fijación definitiva de las condiciones económicas y jurídicas del eurocrédito, la estipulación de las cláusulas de funcionamiento del sindicato, la definición de las relaciones entre sus miembros (Banco Organizador, Grupo de Dirección, Banco Agente y Bancos Participantes), las de éstos con el acreditado, y la difusión publicitaria de la operación (*tombstone*, publicación en las revistas especializadas, etc.).

b. Celebración del contrato y cierre de la operación.

117. Concluida con éxito la fase de sindicación, la tarea del Banco Organizador, en condición de tal, finaliza con la redacción del borrador de contrato y la preparación de la ceremonia de firma del mismo. Al tiempo que el Banco Organizador negocia con el futuro acreditado los términos principales de la operación, junto con la Circular Informativa envía a los posibles interesados un borrador del contrato. Dicho texto suele ser la base para las posteriores negociaciones de la versión final del acuerdo que vinculará a todos los intervinientes.

118. A la complejidad propia de la filiación anglosajona y de la internacionalización de la operación se añade, en esta fase de su desarrollo, una característica singular de la contratación eurocrediticia. Al contrario de lo que suele ser habitual en la contratación bancaria en masa -en la que el contrato está instrumentado sobre la base de los modelos desarrollados por los propios acreditantes, siendo casi nula la capacidad de la contraparte para alterarlos- en el caso de operaciones excepcionales, como es el eurocrédito sindicado, la documentación contractual es fruto de la participación activa de ambas partes, por más que existan cláusulas que se incorporan como estándares en la práctica totalidad de las mismas.

Todo ello acaba por configurar un complejo entramado documental en el que cabe distinguir dos grupos de documentos: los documentos del contrato *strictu sensu* (i) y los documentos necesarios para que las partes lleguen a suscribirlo (ii).

i. La documentación del contrato.

119. Los eurocréditos se plasman en un extenso y complicado documento privado. Este macro-contrato o contrato-cuadro suele constar de, primero, un apartado preliminar dedicado a las definiciones (*definitions*); segundo, un cuerpo principal dedicado al clausulado contractual propiamente dicho y, tercero, de uno o varios anexos¹⁶⁹.

El apartado consagrado a las definiciones (*definitions*) es propio de las prácticas anglosajonas de contratación. En él se aclara el significado exacto de los principales términos contenidos en el contrato, por obvios que parezcan: Banco Agente (*Agent Bank*); Banco Organizador (*Manager Bank, Lead Bank*); acreditado o prestatario (*Borrower*); compromiso de crédito (*credit commitment*); período de interés (*interest period*); tipo de referencia (*reference rate*); margen (*spread o margin*); supuestos de resolución técnica del contrato (*events of default*) y su dispensa (*waiver*); etc..

120. El clausulado suele comenzar con una descripción general del crédito: carácter no solidario de las obligaciones de los acreditantes, importe o límite máximo de los compromisos de cada Banco Participante, el propósito del crédito, lugar de celebración e informes o dictámenes jurídicos referentes a la adecuación del contrato a los principales ordenamientos implicados (*legal opinions*).

A continuación se establecen las prescripciones relativas a la retirada de fondos: condiciones precedentes o condiciones previas (*conditions precedents*), la moneda o monedas utilizables y el procedimiento previsto al efecto. Acto seguido suele incluirse la cláusula relativa al tipo de interés: períodos de interés, tipos aplicables y procedimientos de determinación. Las siguientes previsiones hacen referencia a la verificación de los pagos: cómputo, procedimiento, moneda, lugar y fiscalidad.

121. Una vez concluidas las anteriores, se insertan las cláusulas de aseguramiento financiero y jurídico: *representations, warranties y covenants*¹⁷⁰.

Por *representations* se entienden aquellas manifestaciones expresas o implícitas que realiza el acreditado, con anterioridad o en el momento de la firma del contrato, en el sentido de confirmar como ajustados a la realidad determinados hechos o circunstancias, presentes o pasados, que son relevantes para la celebración del acuerdo. La constatación de su falsedad, inexactitud o parcialidad da derecho a la parte acreditante a resolver unilateralmente el contrato. Por *warranties*, pese a que existe una cierta confusión con las *representations*, hay que entender aquellas estipulaciones o promesas, orales o escritas, en las que el acreditado se compromete a que ciertos hechos o circunstancias son o serán tal y como se ha manifestado o prometido. Su quiebra

¹⁶⁸ Vid. *infra* p. 76, nota n1 13.

¹⁶⁹ Vid. J. ABELLA SANTAMARÍA, «Estructura jurídica de los eurocréditos», *I.C.E.*, abril de 1984, pp. 152 y ss.; A. AURIOLAS MARTÍN, *op. cit.*, p. 218; F.J. GÓMEZ-REY, *op. cit.*, p. 157 y ss.; F.D. LOGAN y P.D. ROWNTREE, *op. cit.*, p. 17 y ss.

¹⁷⁰ Vid. J. ARAMENDÍA, «Las garantías del préstamo», en *Régimen jurídico de los Préstamos Sindicados Internacionales*, Madrid, Consejo Superior Bancario, 1979, p. 162; F. GRAAF, *op. cit.*, pp. 342 y ss.; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 106 y ss.; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, pp. 71 y ss y pp. 82 y ss.

no autoriza a la resolución del contrato, sino tan sólo a una reclamación por daños¹⁷¹.

En fin, *covenants* son compromisos que los acreditados están obligados a respetar durante la vigencia del eurocrédito. Suelen referirse a la limitación del nivel de endeudamiento o de distribución de beneficios, las posibilidades de gravar los activos del acreditado (*negative pledge, pari passu*), etc..

A continuación aparecen especificados los supuestos de resolución técnica del contrato (*events of default*) o casos tasados de incumplimiento de las obligaciones del acreditado. Suele distinguirse entre aquellos que recogen el cumplimiento irregular de las obligaciones pecuniarias del acreditado (*automatic default*) y aquellos otros que se refieren al incumplimiento de las llamadas "obligaciones formales" del mismo: cláusulas de aseguramiento financiero o jurídico del eurocrédito (*technical default*). Merece la pena destacar, entre estos últimos, la violación de las antes examinadas *representations, warranties* o *covenants* o la comprobación de la falsedad, inexactitud o parcialidad de la información contenida en el *Information Memorandum*. De esta forma, muchas de las obligaciones precontractuales del acreditado se integran en el contenido obligacional del contrato.

Tras los *events of default* suele existir un apartado denominado habitualmente en la práctica anglosajona "miscelánea" (*miscellaneous*) en el que se incorporan las cláusulas relativas a idioma del contrato; métodos de transferencia de las participaciones; elección de tribunales competentes y ley aplicable y, en su caso, de renuncia del acreditado soberano a las inmunidades de jurisdicción y ejecución.

122. n cuanto a los anexos, tradicionalmente, se recogían en ellos las prescripciones contractuales referentes a la estructuración sindicada de la parte acreditante y a la actuación, deberes, facultades y responsabilidades del Banco Agente (*agency clause*). En la actualidad, esta práctica es menos frecuente. Tanto las cláusulas referidas al sindicato cuanto las que regulan la figura del Banco Agente suelen incluirse en el clausulado principal, dejando los anexos para la descripción de los procedimientos aritméticos de cálculo del tipo de interés, cuantificación de las comisiones y gastos; práctica de las notificaciones y comunicaciones entre las partes; etc.

¹⁷¹Sentencia *Hong Kong Fir Shipping Co Ltd contra Kawasaki Kisen Kaisa Ltd* (1962) 2 *QB* 26, 70, *CA*.

ii. Documentación para contratar.

123. Al margen del cuerpo del contrato mismo se adjuntan los documentos necesarios para que las partes convengan en obligarse. Generalmente se trata de la documentación que el acreditado debe aportar como condiciones precedentes (*conditions precedent*) a la retirada de fondos¹⁷².

Entre otros, merecen reseñarse los siguientes documentos: copia certificada por un miembro del consejo de administración de la escritura constitucional y estatutos sociales del acreditado -persona jurídico-privada-; copia de la resolución del consejo de administración aprobando la realización de la operación; poderes de representación de los directivos de la parte acreditada que van a participar en la ceremonia solemne de firma del contrato; dictámenes jurídicos de los asesores de las partes (*legal opinions*) según los cuales la operación es válida y vinculante conforme a derecho; etc.¹⁷³.

124. Aprobadas las condiciones definitivas del contrato y dispuesta toda la documentación precisa, se procede a su firma. Ello se verifica en una ceremonia no exenta de solemnidades y bajo un estricto protocolo, cuya organización es tarea del Banco Organizador, mientras que los gastos corren de cuenta del acreditado.

La situación de las partes en la mesa de celebración es preparada según un orden protocolario estricto; del mismo modo que la circulación de los documentos para su firma por las personas que tienen que asistir a dicha ceremonia.

Finalmente, se presenta el modelo de *tombstone* o anuncio publicitario en el que constan el montante del crédito, la moneda de denominación, el nombre del acreditado y la relación piramidal de bancos intervinientes. Con su publicación en la prensa especializada, se dará a conocer al resto de la comunidad financiera internacional la definitiva conclusión de la operación. Por más que la mención no tenga efecto jurídico alguno, los eurobancos son muy celosos de su inclusión en la *tombstone*, en tanto que ella supone el reconocimiento de su condición de participante activo en el euromercado.

c. Estructura contractual perfeccionada.

125. Con la firma del contrato termina la fase de negociación previa y el eurocrédito comienza a desplegar todos sus efectos vinculantes. El protagonismo del Banco Organizador desaparece y el papel principal corresponde ahora al Banco Agente (*Agent Bank*), encargado de la administración de la operación y de canalizar tres tipos de relaciones principales: la relación de sindicación, que liga a los acreditantes entre sí (*Syndication Agreement* o *Syndication clause*); la relación crediticia, que vincula a cada banco participante con el acreditado (*Loan Agreement*); y la relación que confiere a una entidad acreditante concreta, el denominado Banco Agente, las funciones de administración de la operación (*Agency Agreement* o *Agency clause*).

¹⁷²Las condiciones precedentes (*conditions precedent*) suelen referirse, por una parte, a la validez del contrato y por otra, a la preservación de las expectativas de las entidades acreditantes de recuperar su inversión. Las primeras consisten en la provisión de documentos relativos a la constitución y capacidad del acreditado; las autorizaciones internas de los órganos sociales (en caso de que sea una sociedad); los poderes de las personas encargadas de representar a la empresa o al Estado o entidad pública contratante; las habilitaciones en materia de control de cambios; los preceptivos informes o dictámenes (*legal opinions*); etc. Las segundas se centran en el control de la vigencia de las declaraciones y compromisos jurídico-financieros asumidos por el acreditado bajo la forma de *representations, warranties* o *covenants* y en la comprobación de que, en el interin que media entre la firma del contrato y la retirada efectiva de los fondos, no se ha incurrido en ningún supuesto de resolución técnica del mismo (*events of default*). La naturaleza de las condiciones precedentes es muy discutida y posee una trascendencia evidente sobre el régimen contractual. Si son condiciones de la existencia del contrato, ello significa que estamos ante simples promesas de crédito y los acreditantes pueden negarse a proveer los fondos sin incumplir un contrato que aún no ha sido perfeccionado. Por contra, si dichas condiciones lo son simplemente de la obligación de los acreditantes, estaremos ante un contrato vinculante pero cuya efectividad sólo se desplegará a partir del cumplimiento de las *conditions precedents*. En general la doctrina inglesa se ha inclinado por caracterizar a las *conditions precedents* como condiciones de la propia existencia del contrato -*vid.* F. GRAAF, *op. cit.*, pp. 341 y 342; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 103 y 104; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, pp. 69 y ss.-; mientras que, en la doctrina española, F.J. GÓMEZ-REY -*op. cit.*, pp. 96 y 97- se ha inclinado por considerarlas como condiciones suspensivas de la perfección del contrato.

¹⁷³*Vid.* F.J. GÓMEZ-REY, *op. cit.*, p. 75.

i. La sindicación.

126. La sindicación es indispensable para alcanzar la necesaria división del elevado riesgo de la operación y traducción de uno de los dos principios reguladores del eurocrédito sindicado: el de independencia de la participación¹⁷⁴. Ante la magnitud del importe medio de un eurocrédito -200 a 500 millones de dólares, aunque no faltan operaciones que superan los US\$ 1.000 millones- la prudencia financiera desaconseja, la realidad impide, o incluso las normas de control de la actividad bancaria aplicables pueden prohibir, que una sola entidad financiera se comprometa a facilitar el montante total solicitado por el acreditado.

En consecuencia, la parte acreditante se organiza en una particular estructura colectiva, el sindicato (*syndicate* o *pool*), que puede llegar a agrupar a más de cien bancos repartidos por toda la geografía mundial. Desde ya, conviene dejar claro que, al menos por lo que a la intención de las partes respecta, el sindicato no es concebido como un sujeto de derechos y obligaciones, es decir, se entiende que carece de personalidad jurídica. Así, son los miembros del sindicato, y no éste, los verdaderos sujetos acreditantes.

El complejo entramado institucional y relacional que la configuración sindicada de la parte acreditante introduce en la estructura general del eurocrédito, precisa de unas reglas que lo disciplinen. Aunque los contratos suelen regular minuciosamente las funciones a desempeñar por cada uno de los sujetos activos dentro del sindicato y la responsabilidad que del ejercicio -e incluso del no ejercicio- de ellas se deriva, la internacionalización de las relaciones eurocrediticias añade otro factor de complejidad. La particular visión que cada una de las jurisdicciones y ordenamientos implicados tenga de esas actividades y los derechos y deberes que asigne a cada una de ellas, sigue introduciendo un factor de inestabilidad sobre las expectativas de las partes respecto de cuales son sus facultades y obligaciones.

ii. La relación crediticia.

125. En tanto que operación financiera, el eurocrédito presenta como rasgos característicos la variabilidad del tipo de interés y la denominación en euromonedas. Del contrato derivan obligaciones para ambas partes: obligación de cada acreditante de poner los fondos prometidos a disposición del acreditado (ii.i); obligaciones del acreditado de devolver el capital y pagar las cantidades correspondientes a los intereses y comisiones y gastos pactadas (ii.ii).

ii.i. Obligaciones de los acreditantes.

126. Una vez verificado el cumplimiento por el acreditado de las denominadas condiciones precedentes (*conditions precedent*) y no existiendo ninguna circunstancia que permita a los bancos ampararse en las cláusulas exoneratorias (*euromarket disaster clause*, *alternative currency clause*, *interest alternative rate clause*, *supervening illegality clause*), la celebración del contrato obliga a las entidades financieras a conceder al acreditado una disponibilidad en abstracto que se concreta, posteriormente, en la entrega material de los fondos, a medida que sean requeridas para ello. Hay que tener siempre presente que la obligación de cada entidad frente al acreditado es asumida a título individual y respecto de la cuota parte del eurocrédito asumida, es decir, respecto de su participación.

¹⁷⁴Vid., J.B. BLAISE y PH. FOUCHARD, "Valeur juridique de la syndication", en *Les Euro-crédits...*, *op.cit.*, pp. 146 y ss.; G.A. PENN y otros, *op.cit.*, p. 141; A.C. CATES, "Developments in International Syndications", en J.J. NORTON (edit.), *Prospects for International...*, *op.cit.*, cap. 22, pp. 22-1 a 22-16; S. HURN, *Syndicated loans: a handbook for banker and borrower*, Cambridge, Woodhead-Faulkner, 1990; C. MARKBY-HEWITT, *Banking law lectures: syndicated loans and sub-participation agreements*, Londres, Chartered Institute of Bankers, 1992; P. WISEMAN, "Syndicate Facilities", en B. TERRY (editor), *International Finance and Investment*, 20 ed., Londres, The Chartered Institute of Bankers, 1990, pp. 257 a 296.

El importe de los fondos que los bancos se comprometen a poner a disposición del acreditado no se desembolsa de una sola vez, sino en determinados tramos¹⁷⁵, y las disposiciones están contractualmente sometidas a diversos requisitos de naturaleza cuantitativa, temporal y procedimental¹⁷⁶. Llegado el momento fijado en el contrato, los bancos deben ingresar en la cuenta especial que para la administración del eurocrédito tiene abierta el Banco Agente, la cantidad correspondiente a su participación en el eurocrédito. A continuación, éste hace entrega al acreditado del importe requerido, mediante ingreso en la cuenta que el solicitante tiene abierta, por lo general, en la misma oficina bancaria que la anterior.

127. Todo este proceso consiste, pues, en anotaciones contables y no está exento de problemas. Es posible que el Banco Agente, en la creencia de que todos los acreditantes han efectuado la correspondiente entrega, realice el abono en la cuenta del acreditado constatándose, después, que los fondos de alguno de los participantes no habían sido efectivamente ingresados en la cuenta del eurocrédito. Desde la perspectiva del Banco Agente, los desfases entre las corrientes de pagos e ingresos en dicha cuenta pueden ocasionarle un claro perjuicio, al obligarle a adelantar fondos propios para su cobertura.

Como ya vimos, previendo tal eventualidad, el contrato incluye cláusulas indemnizatorias (*claw back clause, indemnity clause*), según las cuales, todos los participantes se comprometen, en proporción a su participación en el crédito, a indemnizar al Banco Agente por las pérdidas que pueda sufrir en el correcto desempeño de sus funciones. Sin embargo ello no soluciona el problema por entero pues, aunque no es probable, puede ocurrir que una entidad incumplidora, una vez verificado en la cuenta del acreditado el apunte representativo de su supuesta aportación, se niegue a aportar los capitales comprometidos.

Evidentemente, el resto de participantes -que han tenido que indemnizar al Banco Agente- han sufrido un perjuicio

¹⁷⁵Para cumplir el proceso de conversión de los eurodepósitos a corto plazo en crédito a medio/largo término, el eurocrédito se divide en distintos tramos, fijados en función de los plazos en que los bancos estiman que tendrán que acudir al interbancario para hacer frente a su obligación de proveer al acreditado los fondos prometidos. La existencia del interbancario, auténtica factoría o "sector mayorista" del euromercado crediticio, es fundamental, puesto que pone a disposición de los eurobancos los fondos con los que refinar sus carteras de créditos. Para ello, cuenta con dos instrumentos fundamentales: los eurodepósitos y los certificados de depósitos o *CDs*. Un eurodepósito es un depósito denominado en una moneda distinta de la que tiene curso legal en el país en el cual el banco receptor está emplazado. Sus cuantías poseen una gran variedad y, a partir de los cien mil dólares, pueden encontrarse en prácticamente cualquier divisa y cuantía. Los vencimientos estándar son a plazo de uno, dos, tres, seis, nueve y doce meses, si bien los más frecuentes corresponden al arco que va de los tres a los seis meses. Los *CDs* son títulos al portador, emitidos por un banco, que prueban la existencia de un depósito. A diferencia de los eurodepósitos, la principal característica de los *CDs* es su negociabilidad. La emisión más común es la llamada *TAP-CDs*, con un importe medio de 5 millones de dólares y vencimiento a tres meses, utilizada frecuentemente para refinar (*funding*) eurocréditos. Vid. M. BOONE y T. POWERS, "The Eurodollar Loan Agreement" en J.J. NORTON, *Prospects...*, *op. cit.*, cap 24, pp. 24-1 a 24-57; T. KIM, *op. cit.*, p. 181 a 183; P.S. SMEDRESMAN y A.F. LOWENFELD, "Eurodollars, Multinational Banks and National Laws", en *N.Y.U.L.R.*, 1989, vol. 64, n1 4, pp. 733 a 804.

¹⁷⁶Vid. A. AURIOLES, *op. cit.*, p. 172; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, pp. 73 a 82; PH. WOOD, *op. cit.*, pp. 236 a 240.

inimputable a su propia conducta. El contrato suele incluir una prescripción especial para estos casos, en virtud de la cual, podrá compelerse al acreditado a la devolución de la cantidad ingresada, la cual, por efecto de la *sharing clause* -que obliga a repartir proporcionalmente entre todos los participantes cualquier tipo de ingreso en la cuenta del eurocrédito- será distribuida por el Banco Agente entre los afectados. Queda así a salvo el patrimonio de los acreditantes, al margen de la responsabilidad contraída por la entidad incumplidora frente al acreditado, quien obviamente podrá reclamarle las cantidades comprometidas.

ii.ii. Obligaciones del acreditado.

128. Las obligaciones financieras del acreditado¹⁷⁷ -devolución del capital y pago de los intereses, comisiones y gastos pactados- vienen caracterizadas por la denominación del crédito sindicado en una o varias euromonedas (ii.ii.i) y la variabilidad del tipo de interés (ii.ii.ii).

ii.ii.i. La denominación en euromonedas.

129. El euromercado es ejemplo típico de mercado *off-shore*, es decir, aquél que opera con monedas de denominación diferente a la que tiene curso legal en el territorio en el que teóricamente se emplaza y, por tanto, no está localizado bajo ninguna autoridad estatal. La respuesta a la pregunta de partida es obvia: el operar con activos financieros denominados en euromonedas confiere al euromercado su singularidad. Por ende, los eurocréditos se caracterizan, frente a las operaciones de crédito sindicado domésticas, por la naturaleza de los recursos monetarios utilizados¹⁷⁸.

130. Se puede definir una euromoneda como aquella que es poseída por una persona física o jurídica fuera del territorio del Estado en el cual esa misma moneda posee curso legal. Como la mayoría de esos activos no son acaparados en forma de dinero efectivo, sino que se depositan en bancos -moneda escritural-, se puede restringir la definición de partida afirmando que euromoneda es el conjunto de depósitos, denominados en una determinada unidad monetaria, existentes en poder de instituciones financieras situadas fuera del Estado en el cual esa unidad posee curso legal.

¹⁷⁷Es costumbre distinguir entre las obligaciones del acreditado de carácter propiamente financiero (obligaciones financieras) y aquellas otras de aseguramiento de la inversión de los acreditantes (obligaciones formales). Las primeras se corresponden con las habituales en cualquier operación crediticia: devolución del capital y pago de intereses, comisiones y gastos; las segundas implican determinados compromisos que el acreditado asume frente a los bancos para reforzar la protección de los intereses de estos últimos. Otros autores hablan de obligaciones sustanciales y obligaciones procedimentales, obligaciones financieras y no financieras, etc.. Vid. F. GRAAF, *op. cit.*, p. 328; J.P. MATTOU, *op. cit.*, pp. 218 a 223.

¹⁷⁸Vid., en el mismo sentido, A. AURIOLAS MARTÍN, *op. cit.*, p. 56; A. JACQUEMONT, *op. cit.*, p. 35.

Así, un eurodólar no es más que un depósito denominado en dólares situado en un banco localizado fuera de los EE.UU. o, dentro de ellos, en la zona franca conocida como *International Banking Facilities*¹⁷⁹. A estos efectos, es irrelevante que el banco receptor sea una sucursal o filial de una entidad financiera norteamericana establecida o no en Europa¹⁸⁰, o que el depositante sea o no "ciudadano de" o "residente en" los EE.UU. Tampoco altera la naturaleza de un dólar el hecho de que sea depositado en la sucursal de un banco extranjero situada en Nueva York. Lo importante es la localización extraterritorial del banco o entidad financiera que recibe el depósito¹⁸¹.

De la caracterización anteriormente formulada puede deducirse con facilidad que, para que una moneda pueda ser utilizada en el euromercado, no sólo es preciso que los bancos estén autorizados a captar depósitos en monedas distintas de la que tiene curso legal en el Estado en el que la institución bancaria está jurídicamente emplazada, sino también que la divisa en que esos activos están denominados pueda convertirse libremente en otras unidades monetarias. Ello es así porque las euromonedas en que vienen denominadas las operaciones en el euromercado no son tan sólo moneda de cuenta -ni mucho menos una cláusula de indexación- sino que constituyen la moneda de pago.

Una vez más hay que tener presente las repercusiones del marco general de negociación sobre la operativa eurocrediticia: las exigencias de refinanciación bancaria implican que todos los pagos deben realizarse en la moneda pactada. Ello se consigue a través de un entramado de cláusulas que obligan al acreditado a verificar los pagos en la moneda acordada y libres de toda carga fiscal (*effective currency clause*, *indemnity currency clause*, *tax indemnity clause*, *increased costs clause* y *grossing-up clause*). Lo contrario supondría un aumento de los riesgos de tipo de cambio y tipo de interés que dispararía los costos del euromercado, haciendo desaparecer su ventaja competitiva respecto de los mercados domésticos.

ii.ii.ii. Variabilidad del tipo de interés.

131. La variabilidad del tipo de interés es una muestra más de la repercusión del marco general de contratación sobre la estructura contractual. Entre otras transformaciones, la revolución financiera trajo consigo la adopción con carácter permanente de tipos de cambio variables como fórmula de protección ante la volatilidad de los tipos de interés en los mercados financieros internacionales¹⁸².

En el caso concreto del eurocrédito, uno de los factores que incrementan ese riesgo de volatilidad es la larga duración de la relación, con vencimientos medios superiores a los cinco años. Para hacer frente a su compromiso de aportación de capitales al acreditado, los bancos no precisan tener en su haber un fondo equivalente de depósitos denominados en las distintas euromonedas, sino que son tributarios de los recursos existentes en el mercado de eurodepósitos. Éstos suelen tener vencimientos muy cortos y el coste de su obtención está sometido a importantes y frecuentes variaciones, en función de las condiciones del euromercado y de las propias circunstancias del demandante. De ahí la necesidad de articular un mecanismo de cobertura del riesgo que supondría, para el buen fin de la operación, un incremento en los tipos de interés de los eurodepósitos. La respuesta de la práctica contractual es la revisión periódica de los tipos de interés del eurocrédito, a través de la mecánica de renovación de plazos conocida como *roll-over*¹⁸³.

La adaptación de los costes del eurocrédito a los del euromercado mediante la técnica *roll-over* supone la división del contrato eurocrediticio en diferentes períodos regulares -períodos de interés (*interest periods*) o períodos de disposición- que intentan acomodarse a los vencimientos típicos de los eurodepósitos: 3 y 6 meses. Dentro de cada uno de esos períodos, el tipo de interés permanece fijo y refleja el coste que las entidades acreditantes han de satisfacer por la obtención de recursos con los que refinar su cartera de eurocréditos. Sin embargo, cuando el primer período termina, los Bancos han de optar, para hacer frente

¹⁷⁹A partir del 1 de diciembre de 1981, Nueva York y otros once Estados de la Unión han establecido legislativamente la posibilidad de que los bancos norteamericanos y sus sucursales en el extranjero operen dentro de los EE.UU. a través de las *International Banking Facilities*. En palabras de M. STIGUM, ello ha creado una especie de "zona franca", al margen de las presiones reguladoras de la Reserva Federal, para negociar en euromonedas; especialmente, en eurodólares. *Vid.* M. STIGUM, *op. cit.*, p. 188.

¹⁸⁰Como ya ha habido ocasión de señalar, *vid. supra*, p. 26, el prefijo "euro" no es más que un arrastre histórico y tan eurodólar es aquella divisa norteamericana depositada en un banco situado en Londres o Madrid, como aquélla existente en poder de instituciones de Tokio, Singapur o Bahrain. En estos últimos casos, no es infrecuente encontrar autores que pretenden implantar la denominación de *asiandollars* (*vid.* L. RAVINA, "Innovaciones financieras y mercados financieros internacionales", *ICE*, n.º 672-673, agosto-septiembre de 1989, pp. 63 a 72, esp., p. 65, nota a pie n.º 4).

¹⁸¹*Vid.* el interesante análisis que al respecto realiza R.B. JOHNSTON en *The Economics of the Euromarket: History, Theory and Policy*, Nueva York, St Martin's Press, 1983, pp. 1 a 7.

¹⁸²A impulsos de la ingeniería financiera han aparecido, episódicamente, operaciones eurocrediticias con tasas de interés fijas. En estos casos, la cobertura del riesgo de fluctuación en los tipos del euromercado se realiza mediante un contrato accesorio de permuta financiera o *swap* de tipo de interés. No obstante, la regla general en los eurocréditos sigue siendo la variabilidad del tipo de interés, lo que constituye campo abonado para el recurso a otras fórmulas financieras de cobertura, como *CAPs*, *FLOORS* o *COLLARs*. *Vid.* M. ELLAND-GOLDSMITH, *op. cit.*, p. 341; F. LEROUX, *op. cit.*, p. 97; E. ONTIVEROS y F.J. VALERO, "Nuevas tendencias...", *op. cit.*, p. 221 y ss.; L. RAVINA, *op. cit.*, p. 63; J. VIÑALS y A. BERGES, "Innovación financiera...", *op. cit.*, p. 206.

¹⁸³*Vid.* M. ELLAND-GOLDSMITH, *op. cit.*, pp. 342 y 353 a 355; J.L. HERRENSCHMIDT, "Presentation des euro-crédits", en J.B. BLAISE, P. FOUCHARD y P. KAHN, *Les eurocrédits: un instrument du système bancaire pour le financement international*, París, Librairies Techniques, 1981, pp. 26 y ss.; A. JACQUEMONT, *op. cit.*, pp. 38 y 42; R.C. TENNEKOON, *op. cit.*, pp. 77 a 79.

al siguiente tramo, por renovar su propio endeudamiento o por tomar nuevos depósitos en el euromercado¹⁸⁴. En ambos casos, ello supondrá, ante la volatilidad del mercado, una variación en los costes de refinanciación. Variación que se repercutirá sobre el acreditado, acomodando el tipo de interés a la marcha del euromercado en cada nuevo período de disposición.

132. La variación de la tasa de interés es medida siguiendo la evolución de un parámetro objetivo convenido por las partes -el tipo de referencia (*base rate*)- que representa el tipo de interés ofrecido en un mercado determinado para remunerar los eurodepósitos en la misma divisa en la que viene denominada el crédito y por un plazo y cuantía igual o similar a la aportación bancaria en el correspondiente período de interés¹⁸⁵.

¹⁸⁴La mecánica *roll-over* se ha instalado definitivamente en el euromercado. No sólo presenta ventajas para los acreditantes, como técnica de cobertura de riesgos, sino que permite a los acreditados acceder al crédito a largo plazo con una estructura de costes cercana a la del crédito a corto término. Ahora bien, esa facilidad no es gratuita sino que conlleva, para ambas partes, la asunción del riesgo de que una subida generalizada de los tipos de interés del mercado de eurodepósitos sitúe al acreditado ante la tesitura de tener que incumplir sus obligaciones, como se demostró en la tantas veces mencionada crisis de la deuda de los P.V.D., a principios de los años ochenta. De ahí la afirmación que realizan ciertos economistas en el sentido de que los eurobancos han cambiado el riesgo de tipo de interés por el riesgo de crédito. *Vid.* E. CLARK y otros, *op. cit.*, p. 412; J.O. GRABBLE, *op. cit.*, p. 239.

¹⁸⁵El tipo de referencia más habitualmente utilizado en el euromercado es el *London Interbank Offered Rate* o *Libor*. Este representa el precio al que el mercado interbancario londinense está dispuesto a proporcionar, a las once horas A.M., horario de Londres (GMT), los fondos solicitados por un banco concreto, durante un plazo equivalente a la duración de un período de interés, para la misma divisa y cuantía contractualmente pactadas. No obstante, de acuerdo con la tendencia del euromercado a la diversificación geográfica, asistimos actualmente a una multiplicación de índices interbancarios. Entre los no europeos destacan: Bahrein (*Bibor*), Hong Kong (*Hkibor*), Singapur (*Sibor*), *Japan Long-Term Prime Rate (JLTP)*, *U.S. CD Rate*, *U.S. Banker's Acceptance Rate*, *Canadian Prime Rate*, etc. *Vid.* E. ONTIVEROS y otros, *op. cit.*, pp. 238 y 239. Por lo que a los índices europeos respecta -Bruselas (*Bribor*), Luxemburgo (*Luxibor*), Madrid (*Mibor*), etc.- la U.E.M. proyecta también su impacto sobre ellos. Ante la inminente pérdida de sentido de todos estos índices, la British Bankers Association ya ha anunciado el lanzamiento del *Eurolibor* o tipo de interés que ofrece el interbancario para los depósitos denominados en euros que se negocien en la plaza londinense. Se calculará de acuerdo con los tipos ofrecidos a las once GMT por los 16 mayores bancos operantes en Londres. Ante la comunicación del Instituto Monetario Europeo -embrión del Banco Central Europeo- de que los índices no iban a ser imperativamente elaborados por las autoridades monetarias de la U.E., sino que se esperaba que fueran los propios actores del mercado quienes asumiesen esa responsabilidad, los bancos de los Estados integrados en la zona euro se

Para la determinación del tipo de referencia es preciso contar con un criterio que, además de reflejar el estado del mercado, presente unas características determinadas, entre la cuales, destaca la objetividad. Si la variación del tipo de interés fuese evaluada de acuerdo con la prospección que sólo una de las partes realiza de la marcha del euromercado, ello equivaldría al fracaso del sistema, aparte de los problemas jurídicos que se producirían, especialmente en ordenamientos como el nuestro en los que el cumplimiento de las obligaciones contractuales no puede dejarse al arbitrio de una de las partes (art. 1.256 del C.C.)¹⁸⁶.

Es en la fijación de ese criterio objetivo donde se produce la necesidad de contar con los Bancos de Referencia (*Reference Banks*): entidades financieras de primer rango que, en el momento contractualmente previsto para la revisión del tipo de interés, comunican al Banco Agente el coste al que pueden obtener fondos en la cuantía, moneda y plazos equivalentes a los que los acreditantes se han comprometido a proporcionar, en ese período de interés, al acreditado.

133. Al tipo de referencia o de base así fijado se añade el margen (*margin* o *spread*) o diferencial porcentual, expresado en puntos básicos (*basis point*), equivalentes, en la práctica del euromercado, a un 0,01%. Si el tipo de referencia representa los costes de refinanciación, el margen expresa, en primer lugar, el carácter remuneratorio de los intereses pactados en el contrato de eurocrédito, reflejando, al menos teóricamente, el beneficio esperado por los bancos por su actividad de intermediación¹⁸⁷. En

vieron en la tesitura de dar cumplida réplica a este desafío. La respuesta de la Federación Bancaria Europea ha sido el *Euribor*. Para el cálculo del nuevo índice, destinado a competir con el londinense, se ha establecido un listado de 58 entidades financieras de la U.E. -cinco de ellas españolas- y seis extranjeras como bancos de referencia. *Vid.* J. PIZARRO y S. GARCÍA TRUJILLO, *AEuribor versus eurolibor*, *El País de los Negocios*, 19 de octubre de 1997, p. 18; C. VISCO y L. SIMONETTI, *op. cit.*, pp. 121 a 123; *Efectos generales del euro sobre los mercados financieros internacionales*. <http://www1.elpais.es/bbv/eurohome.htm>, visitado el 23 de enero de 2000.

¹⁸⁶*Vid. infra*, pp. 311 y ss..

¹⁸⁷Debido a la actual reducción generalizada de los tipos de interés en el euromercado, los ingresos percibidos por el concepto de las comisiones pactadas en el contrato son cada vez más decisivos en la estrategia bancaria internacional. Las comisiones pueden clasificarse en iniciales (*front-end-fees*) y periódicas (*periodic fees*). Las primeras se establecen a modo de porcentajes fijos sobre el importe del crédito y deben ser satisfechas por el acreditado de una sola vez (*flat*), por lo general, en el momento de la firma del contrato o inmediatamente antes de proceder a la primera

segundo lugar, el *spread* también sirve como factor de discriminación entre acreditados: su importe dependerá del análisis del riesgo de la operación y de las características del cliente. Precisamente por ello, el *spread* es el elemento negociable de la estructura del tipo de interés.

En fin, no sólo la modificación trimestral o semestral del tipo de referencia es la que confiere la variabilidad al tipo de interés del eurocrédito, sino que también el margen puede verse sometido a revisión. Dependiendo de las características de la operación, el margen aumentará conforme se difiera en el tiempo la fecha prevista para la devolución del principal y, consecuentemente, aumenten los riesgos.

Al configurarse los eurocréditos como relaciones de dilatada duración, lo normal es que las partes pacten también la variabilidad del margen (*floating spread*), de forma que su importe se acomode al posible cambio de los ratios financieros del acreditado y las propias circunstancias del contrato. Consecuentemente, es habitual fijar un *spread* inicial, que permanece invariable durante el primer año de vigencia del contrato, y preveer su revisión posterior.

retirada de fondos. Incluyen las comisiones de participación (*participation fee*), de suscripción (*underwriting fee*) y de dirección (*management fee*). Su importe varía entre el 0'25 y el 1% sobre el importe del crédito, sin tener en cuenta la utilización o no de los fondos o la cancelación anticipada del crédito. Las segundas o periódicas (*periodic fees*), por su propia naturaleza, no pueden calcularse sin hacer referencia a determinados períodos o sin esperar el transcurso de un determinado lapso temporal que permita evaluar los gastos y repercutirlos sobre el acreditado. Se integran en esta clase la comisión de compromiso o de aseguramiento (*commitment fee*) y la comisión de agencia (*agency fee*). Vid. F. GRAAF, *op. cit.*, pp. 368 y 369; J.P. MATTOU, *op. cit.*, pp. 218 y 230; E. ONTIVEROS y otros, *op. cit.*, pp. 244 a 247; V. SOLIVEN, "Syndicated Bank Credits: A Developing Country's Perspective", en D.G. PIERCE y otros (edits.), *Current Issues...*, *op. cit.*, 1985, pp. 326 a 349, esp., p. 343

iii. La intervención del llamado Banco Agente (*Agent Bank*).

134. Una vez celebrado el contrato, el llamado Banco Agente (*Agent Bank*) toma el relevo del Banco Organizador en el protagonismo de las relaciones eurocrediticias¹⁸⁸. Aunque es frecuente que ambas funciones sean desempeñadas por la misma entidad, hay que diferenciar claramente el rol específico de cada uno¹⁸⁹. Así, mientras el Banco Organizador es descrito como un mediador, mandatario o agente que actúa por cuenta del futuro acreditado, poniéndole en contacto con los interesados en participar en una operación aún no concluida; el Banco Agente es calificado como mandatario o comisionista de los acreditantes, encargado de la administración diaria del eurocrédito y de canalizar las relaciones entre los bancos y el acreditado¹⁹⁰. Ambos roles se desenvuelven en diferentes fases del desarrollo del contrato: al Banco Organizador le corresponde liderar la fase del montaje de la operación, la negociación de los términos económicos y jurídicos del contrato y el ensamblaje del sindicato. Sus tareas concluyen con la celebración del contrato, momento en el que comienzan las del Banco Agente.

135. La existencia del Banco Agente es una exigencia de la propia complejidad de la estructura sindicada. En efecto, a falta de un administrador general, sería imposible coordinar el haz de relaciones individuales que constituyen el eurocrédito, si para cada decisión hubiera que reclamar el consentimiento individual de cada uno de los participantes. Para subvenir a las dificultades de canalizar y distribuir la información y los flujos monetarios provenientes de y dirigidos hacia más de treinta entidades financieras situadas en diferentes husos horarios, en el contrato de eurocrédito existe un apartado dedicado a las funciones, deberes y facultades del Banco Agente (*agency clause*)¹⁹¹. En otras épocas tampoco era infrecuente incorporar a la negociación un contrato general de Agencia como documento anexo al contrato principal, pero la práctica actual se inclina más hacia la fórmula de la cláusula especial, en coherencia con la visión integral que las partes tienen del eurocrédito como operación financiera específica y compleja¹⁹².

136. Las funciones del Banco Agente son de dos tipos: unas administrativas y otras de defensa y representación de los intereses del sindicato¹⁹³.

Entre las primeras le corresponde, fundamentalmente, intermediar en los pagos que tienen lugar con motivo del cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato, realizar el cálculo de las variaciones del tipo de interés y actuar como canalizador del flujo informativo que debe existir necesariamente entre acreditado y acreditantes. Como intermediador en los pagos, el Banco Agente debe centralizar en una cuenta bancaria los movimientos de capitales derivados de la operación, en ella se verificarán la puesta a disposición del acreditado de las aportaciones de los bancos y la distribución entre los participantes de las cantidades recibidas como pagos del acreditado en concepto de intereses, comisiones y amortización del principal. La intervención del Banco Agente en el cálculo del tipo de interés implica su consulta a los Bancos de Referencia, el seguimiento del tipo base y la determinación de las variaciones existentes entre los diferentes períodos de interés. Finalmente, como canal de

¹⁸⁸ Vid., acerca del Banco Agente, E. GOLDSMITH, *Le fonctionnement du syndicat*, en AA.VV., *Les Euro-crédits...*, op. cit., pp. 115 y ss.; L.B. GUTCHO, *Syndicated Lending: Lead Banks and Syndicate Members*, I.B.L., 1994, vol. 22, n.º 3, pp. 131 a 135; W.C.F. KURZ, "Problem loans and sovereign restructurings", en R.S. RENDELL (edit.), *International Financial...*, op. cit., pp. 117 a 153; J.R.F. LEHANE, *Role of Managing and Agent Banks: Duties, Liabilities and Disclaimer Clauses*, en D.G. PIERCE y otros (edits.), *Current Issues of International Financial Law*, Singapur, Malaya Law Review & Butterworths, 1985, pp. 230 a 244; R. MCRUSSELL, "Impact of Recent Corporation Collapses on Negotiating and Drafting Syndicated Loans", en J.J. NORTON (edit.), *International Banking Operations and Practices: Current Developments*, Dordrecht, Graham & Trotman/Martinus Nijhoff, 1994, pp. 221 a 260; R.H. RYAN, *International Bank Loans Syndications and Participations*, en R.S. RENDELL, *International...*, op. cit., pp. 15 a 30.

¹⁸⁹ En el terreno de los hechos, por pura coherencia interna, la designación recaerá sobre la institución que, en la fase anterior, desarrolló el papel de Banco Organizador, puesto que éste posee un conocimiento privilegiado del acreditado, de las circunstancias que rodearon a la negociación y, sobre todo, ha suscrito un porcentaje sustancial del crédito. En el terreno jurídico, el nombramiento del Banco agente corresponde a un acto de designación colectiva del resto de miembros del sindicato u organización de bancos acreditantes. Para que tal acto despliegue toda su eficacia es requisito indispensable que la entidad designada acepte el encargo recibido. Generalmente, dicha aceptación se producirá de forma expresa en el momento mismo de la firma del contrato y en él queda consignada. En cualquier caso, la aceptación por parte del Banco Agente del encargo de administrar el eurocrédito no implica la pérdida de los derechos que, eventualmente, le corresponden como acreditante. A estos efectos, la entidad designada suele exigir que en el contrato conste una autorización expresa que le habilite para poder seguir realizando todo tipo de operaciones financieras con el acreditado. Vid. P. GABRIEL, op. cit., p. 171.

¹⁹⁰ Desde la perspectiva de nuestro Derecho, la posición jurídica del llamado Banco Agente no deriva de una relación de contrato de agencia sino que tiene su encaje dentro de los contornos del contrato de mandato mercantil o comisión, con unas atribuciones concretas para el desarrollo de sus funciones. Vid., CH. AMESTI MENDIZABAL, "El contrato de crédito sindicado y el crédito subasta", en E. DE LA TORRE y otros, *Contratos Bancarios*, Madrid, Civitas, 1992, pp. 225 a 257, esp., pp. 241 a 246; A. AURIOLES MARTÍN, op. cit. pp. 156 y ss.; M.º T. DE GISPERT PASTOR, *Los créditos sindicados. Su integración en el sistema jurídico español*, Barcelona, Bosch, 1986, p. 82.

¹⁹¹ La *agency clause* suele comenzar con una declaración en la que se afirma el carácter irrevocable del nombramiento del Banco Agente. Tal cualidad del nombramiento es reclamada por la necesidad de facilitar la ejecución de una operación tan compleja, evitando que la misma se vea obstaculizada por decisiones arbitrarias de los bancos participantes.

¹⁹² Vid. F.D. LOGAN y P.D. ROWNTREE, "Term Loan Agreements", en R.S. RENDELL, *International...*, op. cit., pp. 1 a 14, esp., p. 12.

¹⁹³ Como puede apreciarse, el nombramiento del Banco Agente es realizado *intuitus personae*. En coherencia con este carácter personalísimo, el designado no podría delegar sus funciones en otra entidad. Sin embargo, es frecuente encontrar cláusulas que habilitan al Banco Agente para actuar a través de otras entidades (filiales, sucursales) o a requerir los servicios de otras personas que le asesoren en el desempeño de sus cometidos. Vid. F. GRAAF, op. cit., p. 339; G.A. PENN y otros, op. cit., p. 133.

comunicación, el Banco Agente recibe y difunde las notificaciones de posibles retrasos en los pagos, la comunicación del acreditado de su intención de hacer uso del ejercicio de la opción multidivisa, la advertencia al resto de interesados de la cesión de la participación de un banco a otro y actúa como portavoz del sindicato.

Más delicadas son las funciones encomendadas al Banco Agente en defensa y representación de los intereses del colectivo de acreditantes. El sindicato carece de personalidad jurídica propia y separada, consecuentemente, es preciso designar una persona que actúe como su representante. Pero no se trata tan sólo de un problema de representación procesal, sino también de equilibrar las necesidades de agilidad en la gestión cotidiana del eurocrédito sindicado con el interés de cada participante en retener, de alguna forma, un control sobre la marcha de la operación. El control del cumplimiento por el acreditado de las condiciones de retirada de los fondos (*condition precedents*), la declaración de la existencia de un supuesto contractualmente tasado de incumplimiento (*event of default*) y la subsiguiente decisión de acelerar o no la amortización del crédito, la advertencia a los miembros del sindicato de la alteración peligrosa que los ratios financieros del acreditado están experimentando, etc., constituyen ejemplos de estas actuaciones en las que la especial relación que suele unir al Banco Agente -antes Banco Organizador- con el acreditado puede ponerle en situaciones delicadas de conflictos de intereses o comprometer su responsabilidad frente al sindicato o frente al propio acreditado.¹³⁷ De conformidad con la práctica habitual del euromercado, suelen incorporarse al contrato tres tipos de cláusulas con una misma finalidad: exonerar al Banco Agente de toda responsabilidad por el desempeño de sus funciones y protegerle frente a cualquier perjuicio¹⁹⁴. Unas contienen una declaración de todos los participantes en el sentido de que no surgen relaciones fiduciarias entre ellos y el Banco Agente¹⁹⁵. Éste no tiene más obligaciones que las estrictamente mencionadas en el contrato, sin que pueda presumirse la existencia de poderes discrecionales en su favor. Otras exoneran expresamente al administrador del eurocrédito de cualquier responsabilidad derivada del cumplimiento de su encargo¹⁹⁶. No obstante, como entidad profesional y remunerada, su actuación debe estar de acuerdo con los estándares de diligencia debida habituales en la práctica bancaria internacional. Por último, existen cláusulas que pretenden salvaguardar la posición del Banco Agente en supuestos concretos. Así, la denominada *ostrich clause*, advierte que el Banco Agente sólo está obligado a notificar a los acreditantes aquellos supuestos de incumplimiento actual o potencial de los que tenga conocimiento en el marco estricto del contrato en ejecución.

138. Por el desempeño de estas funciones y el riesgo que ellas entrañan, el *Agent Bank* es remunerado mediante la comisión de agencia (*agency fee*)¹⁹⁷. Lo peculiar de la posición jurídica del Banco Agente es que este mandatario o comisionista no es remunerado por aquellas personas en favor de las cuales actúa -los acreditantes- sino por el acreditado. Ello puede resultar extraño, pero hay que considerar que, en definitiva, el acreditado también se beneficia del sistema -*quid prodest*- y es práctica común en la contratación bancaria que el cliente satisfaga todos los gastos de la operación¹⁹⁸. Además, las cláusulas indemnizatorias (*claw back clause, indemnity clause*) le protegen frente a los perjuicios que el desempeño de sus cometidos pueda ocasionarle, especialmente, frente a los desfases entre las corrientes de pagos e ingresos en la cuenta del eurocrédito, que pueden obligar al Banco Agente a adelantar fondos propios para su cobertura¹⁹⁹.

31. Relaciones de vida prolongada.

139. El eurocrédito es una operación financiera con una vida relativamente dilatada -5 años por término medio- que se ha de desarrollar en un marco caracterizado por la inestabilidad. La alteración de cualquier circunstancia económica o política en cualquiera de los Estados potencialmente involucrados en una operación eurocrediticia -Estado de la residencia o nacionalidad del acreditado y/o acreditantes, Estado cuya moneda es utilizada para denominar el crédito, Estado donde están situadas las garantías reales, etc.- puede hacer variar sensiblemente los costes de las operaciones. Ante la magnitud de las cifras que se barajan en un eurocrédito, una variación mínima, incluso expresada en términos de puntos base, puede suponer la imposibilidad de cumplir lo acordado²⁰⁰.

¹⁹⁴ Vid. P. GABRIEL, *op. cit.*, p. 176; F. GRAAF, *op. cit.*, p. 339; L.B. GUTCHO, *op. cit.*, p. 134; R.MCR. RUSSELL, *op. cit.*, p. 252; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 136 y 137; PH. WOOD, *op. cit.*, p. 264.

¹⁹⁵ "The Agent Bank shall have only those duties and powers which are expressly specified in this Agreement". Vid. G.A. PENN y otros, *op. cit.*, p. 133.

¹⁹⁶ "Neither the Agent nor its employees shall be liable for any action taken or omitted under or in connection with this Agreement unless caused by its or their gross negligence or wilful misconduct". Vid. P. GABRIEL, *op. cit.*, p. 176.

¹⁹⁷ Dicha comisión se concreta en una cantidad fija anual, pagadera por el acreditado al Banco Agente, en el momento de la celebración del contrato y en los sucesivos aniversarios, hasta la liquidación de la operación. Su cuantía suele precisarse ya con antelación en la carta de oferta (*Offering Letter*), por el Banco Líder, dando su conformidad el acreditado a través de la Carta de Mandato (*Mandate Letter*). El coste habitual suele rondar el 1/10% anual sobre el importe límite del crédito, aunque puede variar sensiblemente en función de la frecuencia con que se requiera la actuación del Banco Agente. Esta aumentará, p. ej., por elegir períodos de interés muy cortos y retirar pequeñas cuantías; por recurrir a múltiples cambios de divisa, etc..

¹⁹⁸ Vid. A. AURIOLES MARTÍN, *op. cit.*, p. 155.

¹⁹⁹ Según dichas cláusulas, todos los bancos participantes se comprometen, en proporción a su participación, a indemnizar al Banco Agente por las pérdidas que pueda sufrir en el correcto desempeño de sus funciones Vid. G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 137 y 420-421; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, p. 59.

²⁰⁰ Realmente, tal y como manifiesta J. DU PRÉ DE SAINT-MAUR, en un sistema financiero internacional caracterizado por la tendencia general

Por ello, los bancos procuran contar con cláusulas de salvaguardia que les habiliten para recomponer o abandonar la operación cuando un cambio imprevisto de las circunstancias financieras o jurídicas proyectadas, les haga materialmente imposible o extraordinariamente oneroso el cumplimiento de sus obligaciones. Estos efectos pretenden conseguirse a través de dos tipos de cláusulas: unas que prevén la alteración sustancial del marco financiero de la operación -como las llamadas de desastre (*euromarket disaster clause*), de divisa alternativa (*alternative currency clause*) o de previsión de mecanismos alternativos de fijación del tipo de interés (*interest alternative rate*)- y otra que prevé la alteración del marco jurídico de la misma (*supervening illegality clause*). Cláusulas que, en definitiva, no son más que la traducción particular, al campo de los contratos financieros internacionales, de la decidida tendencia que se aprecia en el ámbito general de la contratación internacional hacia la magnificación del adagio latino *pacta sunt servanda*²⁰¹.

140. Consecuentemente, aspectos fundamentales de las obligaciones asumidas por los contratantes -y aún estas mismas- no serán determinables hasta que llegue el momento de su efectiva ejecución, configurando lo que, con acertada expresión, A. JACQUEMONT bautizó como un contrato de contenido variable²⁰².

Así, en el eurocrédito, el soporte jurídico fundamental de las relaciones entre las partes es el contrato, pero entendido este no sólo como punto de encuentro de las voluntades de los intervinientes, sino también, como marco en el que se desenvolverán unos vínculos que se presumen de larga duración. Dada la trascendencia de los intereses implicados, no resulta extraño que las partes prefieran esta configuración abierta del contrato, que posibilita el recurso a la renegociación continua de sus términos, a una estructura rígida que obligase a tener que acudir a la denuncia del mismo.

No obstante, ello no puede hacer olvidar que, en función de la correlación de fuerzas y los riesgos asumidos en el seno de la operación, la precisión o adaptación del contrato se corresponde con una posición de dominio de los acreditantes: la variabilidad del contrato es uno de los mecanismos empleados por los bancos para protegerse contra las alteraciones del euromercado que puedan incidir en los costes de su prestación. Desde el punto de vista de los eurobancos, el acreditado ha aceptado integrar en el marco contractual los límites y dificultades (*contraintes*) de refinanciación de las entidades financieras acreditantes.

hacia la libre convertibilidad de las monedas nacionales, el "deseccamiento" del euromercado sólo es concebible en la hipótesis, harto improbable, de un equilibrio perfecto entre las balanzas de pagos de las diferentes zonas monetarias. Por tanto, más que de supuestos de imposibilidad de la prestación bancaria, en realidad se trata de un incremento de los costes inicialmente previstos; incremento que, de conformidad con la práctica habitual en el euromercado, o es repercutido sobre el acreditado o prestatario u obliga a la renegociación de los términos inicialmente pactados. *Vid.* J. DU PRÉ DE SAINT-MAUR, "Les euro-crédits financiers, le point de vue du banquier", *Banque*, 1974, pp. 667 a 688, en esp., p. 672.

²⁰¹*Vid.* B. OPPETIT, "L'adaptation des contrats internationaux aux changements de circonstances: la clause de hardship", *Clunet*, 1974, pp. 794 a 814.

²⁰²*Vid.* A. JACQUEMONT, *op. cit.*, p. 39.

B. Relación altamente internacionalizada.

141. Tradicionalmente, los economistas han distinguido entre mercados financieros domésticos y mercados financieros internacionales. En los mercados domésticos, se afirmaba, sólo puede darse un tipo de transacción: un prestamista, acreditante o inversor doméstico proporciona fondos, denominados en la moneda que tiene curso legal en el Estado en el que el mercado se emplaza Estado, a un prestatario, acreditado o emisor de obligaciones, también doméstico. Por contra, en los mercados financieros internacionales podían darse dos tipos adicionales de operaciones: primero, entre suministradores de fondos extranjeros que proporcionan financiación a demandantes domésticos; segundo, entre prestamistas, acreditantes o inversores domésticos que canalizan el ahorro interno hacia prestatarios, acreditados o emisores de obligaciones extranjeros²⁰³.

A fines de los años cincuenta y principios de los sesenta, el desarrollo del euromercado o mercado de eurodólares rompió este esquema tradicional con la aparición, en Londres, de un mercado en el que prestamistas, acreditantes o inversores extranjeros conciertan operaciones financieras con prestatarios, acreditados o emisores también extranjeros, denominadas en una moneda distinta de la libra esterlina, fundamentalmente, en dólares estadounidenses.

²⁰³ Vid. G. DUFÉY e I. GIDDY., *The International...*, *op. cit.*, p. 36; R.C. TENNEKOON, *op. cit.*, p. 2.

El euromercado es ejemplo típico de mercado *off-shore*; es decir, aquél que opera con monedas de denominación diferente a la que tiene curso legal en el territorio en el que teóricamente se emplaza, y por tanto, no está localizado bajo ninguna autoridad estatal. Por ende, los eurocréditos se caracterizan, frente a las operaciones de crédito sindicado domésticas, por la naturaleza de los recursos monetarios utilizados²⁰⁴. De este modo, la referencia al euromercado como marco de negociación implica que el eurocrédito pueda ser caracterizado como un contrato "objetivamente internacional"; es decir, su internacionalidad será inmediatamente apreciada cualquiera que sea la sede de análisis. 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, la conclusión es clara: pocas instituciones pueden prestarse mejor a la aplicación del D.i.pr. que el eurocrédito.

Los abogados y consejeros financieros que asesoran a las partes a la hora de celebrar un eurocrédito sindicado son plenamente conscientes de moverse en un terreno genuinamente internacional. De ahí que las prácticas de exigir dictámenes *-legal opinions-* acerca de los ordenamientos jurídicos conectados con la operación y la específica previsión de cláusulas de elección de foro y ley aplicable sean estándares contractuales invariablemente observados en este campo. El análisis de la disciplina internacional-privatista de estas figuras se convierte, así, en un *prius* de todo el edificio cautelar que los expertos en este tipo de operaciones intentan construir.

No obstante, aunque las operaciones eurocrediticias puedan aparecer, en primera instancia, como el paraíso del internacional-privatista, no dejan de suscitar numerosos e importantes interrogantes para la disciplina que nos ocupa, de modo que el eurocrédito puede también ser considerado como un auténtico potro de torturas para el estudioso del D.i.pr.. En efecto, 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"²⁰⁵.

Según los defensores de tal posición, la especial referencia que en el eurocrédito se realiza a las llamadas euromonedas deslocaliza o desnacionaliza las relaciones jurídicas que surgen en su seno, en el sentido de desvincularlas de cualquier ordenamiento jurídico internacional o estatal, sometiénolas a una suerte de *ius argentarium*, emanado de las prácticas y usos del euromercado. Se mantiene, en suma, que la existencia misma de dichas operaciones 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 los presupuestos de cada legislador nacional. Acerca de todo ello habrá ocasión de reflexionar posteriormente²⁰⁶.

3. ANÁLISIS COMPARATIVO. DISTINCIÓN DE FIGURAS AFINES.

142. En el panorama financiero internacional existe una gran variedad de fórmulas que pese a tener -desde el punto de vista de su función económica- innegables similitudes con el eurocrédito, poseen también -desde una perspectiva jurídica- indudables diferencias conceptuales con los contratos objeto de este estudio.

Se trata de operaciones financieras complejas como las emisiones de eurobonos o las de financiación de proyectos que, en alguno de sus segmentos o en su mecánica operativa, pueden incluir la posibilidad de recurrir a una línea de eurocrédito u operar por medio de fórmulas o estructuras típicas de las relaciones eurocrediticias, cual es el caso de la sindicación.

A partir de la definición y caracterización que anteriormente hemos realizado del contrato eurocrediticio, procuraremos establecer las fronteras entre este último y dos de las figuras más cercanas a él -las emisiones de eurobonos (A.) y las operaciones denominadas de financiación de proyectos o *project financing* (B.)- para, a continuación, establecer las ventajas comparativas del eurocrédito sindicado en el seno de los mercados financieros internacionales (C.).

A. Operaciones de emisión de eurobonos.

²⁰⁴Vid., en el mismo sentido, A. AURIOLES MARTÍN, *op. cit.*, p. 56; A. JACQUEMONT, *op. cit.*, p. 35.

²⁰⁵Vid. G. BÉKERMAN, *op. cit.*, pp. 36 a 38; J.P. DUBOIS, "L'exercice de la puissance monétaire. Le cas français", en *Droit et monnaie...*, *op. cit.*, pp. 475 a 492, esp., p. 483; F. RIGAUX, "Les situations...@", *op. cit.* pp. 45 a 48.

²⁰⁶Vid. *infra*, pp. 235 y ss..

143. Como vimos en el apartado dedicado a la evolución histórica del eurocrédito, éste se configura como una específica fórmula contractual de finalidad financiera que tiene sus orígenes y desarrollo en el euromercado, segmento externo del sistema financiero internacional.

Aunque suele hablarse de euromercado en singular, en realidad, se está haciendo referencia a una compleja estructura que no posee más sustento material que una red internacional de comunicaciones. A través de ella, los eurobancos realizan dos tipos de operaciones fundamentales, correspondientes a otros tantos segmentos del euromercado: eurobonos y eurocréditos. El primero responde a la calificación tipológica de mercado directo y en él no existe intermediación, propiamente dicha, entre el ahorro y la inversión. Los intercambios de activos financieros se realizan directamente entre los demandantes de financiación y los oferentes de recursos financieros. El segundo, por contra, es un mercado intermediado: entre oferta y demanda de activos financieros existe la intervención de una institución financiera que canaliza ambos flujos económicos²⁰⁷.

Pese a la nitidez con que tal línea divisoria aparece trazada, la tendencia integrante de la revolución financiera conocida como titulización (*securitization*) consiguió atenuar los contornos de esa frontera entre mercados de capitales y mercados de crédito²⁰⁸. Como expresión de esta descompartimentación intersectorial, surgen fórmulas híbridas como las *Revolving-Underwriting-Facilities*, (*RUFs*) o las *Multi-Option-Facilities* (*MOFs*) que, unidas a la transposición mimética de expresiones y técnicas del sector del eurobono al eurocrédito, han ocasionado no poca confusión acerca de las características operativas propias de cada figura, confusión que se procurará aclarar en las líneas que siguen²⁰⁹.

²⁰⁷Vid. F. LEROUX, *op. cit.*, p. 65; M. BOONE y T. POWERS, *op. cit.*, pp. 5 y ss.; T. KIM, *op. cit.*, pp. 179 y ss.; P.S. SMEDRESMAN y A.F. LOWENFELD, *op. cit.*, pp. 743 y ss.

²⁰⁸Vid. *supra*, pp. 39 y ss..

²⁰⁹Las *RUFs* son emisiones de títulos al portador en las que el emisor procura captar fondos directamente de los inversores a cambio de la promesa de devolución del nominal de la emisión y el pago de un tipo de interés. La intervención de los bancos se produce si la emisión no consigue proporcionar al prestatario el volumen de fondos requeridos; en cuyo caso, los integrantes del sindicato se comprometen a respaldar (*back stop*) la emisión a través de una línea de eurocrédito *standby* a un tasa de interés por debajo del tipo máximo del mercado. Las *MOFs*, calificadas como "tercera generación" de *Euronotes Facilities*, combinan las ventajas de la financiación bancaria tradicional y las de los mecanismos competitivos de subasta asociados a programas de emisiones de *euronotas*. Ofrecen al prestatario la posibilidad de optar por utilizar su línea de eurocrédito o recurrir a la colocación de los títulos, si ésta es posible. Vid. L. COSTA RAN y M. FONT VILALTA, *Nuevos instrumentos...*, *op. cit.*, pp. 26 a 29; E. ONTIVEROS y F.J. VALERO, "Nuevas tendencias ...", *op. cit.*, p. 213.

144. En primer lugar, a partir de la distinta naturaleza de la actividad de las entidades financieras intervinientes, es posible trazar una línea de separación entre el mercado de eurobonos y el euromercado crediticio. Los eurobonos son títulos, por lo general de renta fija, que se denominan en una eurodivisa y son colocados por un sindicato bancario internacional para su suscripción por el público en general²¹⁰. Pese a que las entidades bancarias pueden -y de hecho lo hacen- suscribir bonos -lo que implica una actividad de financiación de la compañía emisora- en realidad lo hacen para su posterior colocación en el mercado. La naturaleza de su prestación es más de servicio financiero (*facere*) que de financiación pura (*dare*); su objetivo no es convertirse en acreedor del emisor sino que lo sean los terceros. Por contra, en el eurocrédito, la prestación tiene un carácter puramente financiero. Los activos serán puestos a disposición del acreditado directamente por las entidades acreditantes, que se convertirán en sus únicos acreedores. En definitiva, mientras en el mercado de eurobonos los intercambios de activos financieros se realizan directamente entre los demandantes de financiación y los oferentes de recursos financieros -mercado directo o desintermediado- en el eurocrédito se produce la intermediación decisiva de una o varias entidades bancarias.

145. En segundo término, desde el punto de vista de su instrumentación jurídica, en las emisiones euro-obligatorias la existencia de un título negociable, que representa el derecho de crédito que los suscriptores tienen contra el emisor, está en la esencia misma de la operación. Esa instrumentación no es precisa en el caso del eurocrédito pese a que, a efectos de su mejor negociabilidad en el mercado secundario, sea cada vez más frecuente la aparición de los *Transferable Loan Instrument (TLI)* y *Transferable Loan Certificates (TLC)*; o el recurso a la titulización (*securitization*) en sentido estricto de las carteras bancarias de participaciones en eurocréditos sindicados²¹¹.

B. Financiación de proyectos (*Project financing*).

146. Más difícil, quizás, sea la distinción entre el eurocrédito y otras operaciones financieras propias del ámbito internacional conocidas bajo la denominación anglosajona de *project financing*²¹². Pese a que no faltan autores que las consideran

²¹⁰La literatura jurídica sobre eurobonos es muy amplia. Pueden consultarse los capítulos dedicados a este sujeto en las obras generales sobre los mercados financieros internacionales: E. CLARK y otros, *op. cit.*, pp. 421 a 451; G.K. CROZER y D.D. WALL, "The Eurodollar Market: Loans and Bonds", en R.S. RENDELL (editor), *International Financial Law*, Euromoney Publications, 20 ed., Londres, 1983, pp. 63 a 78; F. LEROUX, *op. cit.*, pp. 167 a 252; E. ONTIVEROS y otros, *op. cit.*, pp. 257 a 312; S. SCARLETT, "International Capital Markets-Bonds", en B. TERRY, *op. cit.*, pp. 553 a 617; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, pp. 143 a 278. Entre los trabajos específicos destacan los de H. DE LA BRUSLERIE, *Euro-obligations et marché international des capitaux*, París, CLET, 1984 y F.G. FISHER III, *Eurobonds*, Londres, Euromoney Publications, 1988.

²¹¹Sobre la distinción entre titulización en sentido amplio y estricto y su repercusión sobre el esquema eurocrediticio tradicional, *vid. supra*, pp. 40 y 41.

²¹²*Vid.*, referente a este sujeto, R.S. RENDELL y J.M. NIEHUSS, "International Project Finance", en R.S. RENDELL, *op. cit.*, pp. 31 a 47; C. VISCO, "Il Project Finance e le convenzioni arbitrali"; *Dir.Com.Int.*, Vol. 8.1, Enero-Marzo de 1994, pp. 131 a 163.

como una modalidad cualificada de eurocrédito²¹³, en mi opinión cabe distinguir ambas fórmulas.

En principio, una operación de *project financing* puede definirse como aquella en la que, con un contrato de préstamo o de crédito como operación de base, los bancos asumen ciertos riesgos derivados de una explotación económica iniciada por la entidad prestataria, de forma que el pago de las cantidades debidas a los prestamistas, en concepto de devolución del principal y pago de los intereses, se realizará con cargo a las ganancias derivadas de la propia actividad de la empresa financiada.

De origen norteamericano, se recurre a estas peculiares fórmulas financieras cuando existe una gran desproporción entre la talla de la empresa que pretende comenzar la explotación, los recursos precisos para hacerlo y los posibles rendimientos de la actividad. Así, las operaciones de *project financing* han sido enormemente populares desde mediados de los años setenta como forma de promover la construcción de infraestructuras industriales en los países en vías de desarrollo y también en los más desarrollados: presas hidroeléctricas en China, plantas transformadoras de pasta de papel en Tailandia, eurotúnel bajo el Canal de La Mancha, entre el Reino Unido y Francia, etc..

Evidentemente, la realización de la operación depende de la evaluación de los riesgos que las entidades financiadoras están dispuestas a tolerar, riesgos que normalmente serían asumidos por la empresa explotadora. Ello implica la realización de costosos estudios económicos, financieros, técnicos y fiscales acerca de la viabilidad del proyecto empresarial, sus costes efectivos y las posibilidades de amortización de la inversión. Esa importante base técnica, sobre la que descansará el compromiso final de los bancos de proporcionar los fondos, tiene una fuerza gravitacional extraordinaria sobre toda la vida del contrato, de forma que, si en la fase de construcción de las instalaciones o en la de su efectiva explotación, la empresa promotora se aparta de las especificaciones técnicas fijadas por las entidades financieras o se descubren informaciones falsas, erróneas, etc., dolosa o negligentemente suministradas al personal evaluador de los bancos, estos podrían denunciar el contrato.

De todo lo expuesto puede concluirse que la actividad de las entidades financieras que son parte acreditante en un contrato de *project financing*, supera la simple entrega o puesta a disposición de recursos financieros a la contraparte acreditada. Dado que los bancos no sólo suministran a la entidad explotadora fondos para lanzar la actividad, sino que incluso participan directamente en la empresa, prestando todo tipo de asesoramiento -de índole material, recursos humanos y *know-how*- ello nos sitúa más allá de los límites del objeto de este trabajo.

C. Ventajas comparativas del eurocrédito sindicado.

147. Para completar el análisis comparativo del eurocrédito sindicado respecto de sus figuras afines, en las páginas siguientes se exponen las ventajas que éste posee sobre las alternativas que con él concurren en los mercados financieros internacionales.

²¹³Vid. J.P. MATTOU, *op. cit.*, pp. 202 y 203.

11. Accesibilidad.

148. Muchas de las fórmulas financieras disponibles en los mercados financieros internacionales -obligaciones extranjeras, eurobonos, etc.- no son accesibles para un acreditado no cualificado y poco experimentado en la dinámica de este gran "bazar del dinero". Los inversores internacionales, dadas las dificultades de conocimiento de los emisores en las operaciones internacionales y los riesgos insitos en ellas, sólo colocan sus capitales en emisiones respaldadas por una buena calificación financiera (*rating*) del acreditado²¹⁴.

Sin embargo, los eurobanco están más capacitados para el manejo de esos riesgos y allí donde el inversor en títulos ve dificultades o incertidumbres, el banco suele ver posibilidades de beneficio. En consecuencia, por medio de estas instituciones financieras, acreditados de muy variada condición tienen acceso al euromercado, lo que permite, en no pocas ocasiones, escapar a las condiciones antieconómicas o a las ineficiencias de los mercados domésticos.

²¹⁴La calificación financiera es la evaluación de la solvencia de un determinado deudor o de las emisiones que lanza al mercado, proporcionada por entidades especializadas en esa actividad, con la finalidad de informar a los hipotéticos inversores. Entre las agencias internacionales de *rating* más conocidas están: Moody's, Standard & Poor's Co. y First Investors Service. Aunque los sistemas de evaluación varían, la calificación más alta suele corresponder a la notación AAA, por debajo estaría el nivel BBB y a partir de aquí BA/BB ya se entra en el terreno de las inversiones especulativas. En los estratos inferiores a Ca/CC la calificación es de inversión incierta y por debajo de DD ya podemos hablar de situaciones de impago. *Vid.* F. MOCHÓN MORCILLO, «El papel del *rating* en la financiación de la empresa internacional», *I.C.E.*, 1992, n1 704, pp. 43 a 50.

Como se pudo apreciar al repasar la historia del euromercado, los orígenes del eurocrédito sindicado y su consolidación están presididos por las necesidades financieras de los acreditados de naturaleza pública: Estados, Bancos Centrales, Empresas Públicas, etc.²¹⁵. Los grandes volúmenes de recursos demandados por estas entidades actuaron como acicate para el desarrollo del nuevo mercado internacional.

El acceso indiscriminado de estos demandantes de fondos al mercado eurocrediticio se fundamentaba en la creencia - que hoy podemos considerar ingenua, pero que, de hecho, en aquellos tiempos era generalizada- de que tales sujetos no podían incurrir en incumplimientos generalizados de sus obligaciones. La tantas veces mencionada Crisis de la Deuda de los P.V.D. se encargó de hacer añicos esta presunción. A partir de ahí, el mercado se polarizó, ofreciendo una variedad nunca vista de fórmulas financieras a los acreditados de primer rango y cerrando por completo las puertas precisamente a quienes más necesitados estaban de recursos.

Como también ha habido ocasión de señalar, a mediados de los años ochenta tuvo lugar un desplazamiento generalizado de los acreditados de primer rango desde el sector eurocrediticio hacia otros mercados. En primer lugar, hacia el mercado de eurobono -era cuestión casi de prestigio estar en ese sector- mientras que el eurocrédito quedaba como fórmula residual para aquellos que, aún sin pasar por las dificultades de los P.V.D., no tenían acceso al eurobono. En segundo término, hacia los propios mercados domésticos, cuya eficiencia, espoleada por la competencia del euromercado, era muy superior en esos momentos que diez años antes.

El espacio dejado por el acreditado tradicional fue cubierto con creces por un demandante de nuevo cuño: las grandes empresas privadas. Este proceso de sustitución ha tenido dos hitos históricos. Uno, a finales de los ochenta, en torno al año 1987, con el recurso masivo de empresas norteamericanas inmersas en procesos de fusión (*mega-takeover*) al crédito sindicado²¹⁶. Hoy, de nuevo se presentan en el euromercado grandes empresas transnacionales, curiosamente también necesitadas de recursos para hacer frente, ahora, a los nuevos desafíos existentes en el ámbito de las telecomunicaciones y nuevas tecnologías. Así, recientemente, se ha financiado por medio de un denominado *jumbo-loan* -hasta el momento la mayor operación de eurocrédito sindicado de la historia- una gran transacción de estas características²¹⁷.

Este acreditado sofisticado trae consigo nuevas exigencias y necesidades. El eurocrédito se adapta a ellas con transformaciones operativas que faciliten la flexibilidad de las operaciones, dando origen a fórmulas híbridas como las ya citadas *RUFs*, *NIFs*, *MOFs*, etc.. Las tendencias de futuro para la expansión del eurocrédito parece que han de pasar por un retorno de los acreditados soberanos de primer rango -retorno que ya se ha producido- y por la apertura a otros sujetos públicos y privados necesitados de recursos. En éste último sentido, se apuntaba por algunos especialistas la posibilidad de un desplazamiento del mercado de créditos sindicados hacia la reconstrucción/reconversión de Europa del Este²¹⁸.

149. Por lo que a nuestro país respecta, el desarrollo del mercado de créditos sindicados denominados en pesetas ha competido eficazmente con el eurocrédito. Evidentemente, una vez que el mercado doméstico ofrece una fórmula para financiar operaciones de gran envergadura a medio largo/plazo, los acreditados españoles concentran su demanda en el mercado nacional, evitando así, entre otros riesgos, el de tipo de cambio.

Con todo, el eurocrédito, lejos de ser contemplado en los ámbitos empresariales y financieros españoles como una fórmula superada, sigue poseyendo un importante campo de actuación, tanto del lado de los acreditados cuanto de la parte acreditante. Para los primeros, el endeudamiento en euromonedas sigue siendo atractivo cuando su actividad está fuertemente orientada hacia el exterior. Esa orientación exige en muchas ocasiones el verificar cobros y pagos en divisas extranjeras. Dichas empresas están en inmejorable posición para recurrir al eurocrédito y beneficiarse del diferencial existente entre los mercados domésticos y el euromercado. En cuanto a los acreditantes, la internacionalización creciente de la actividad bancaria exige a nuestras instituciones financieras una presencia cada vez mayor en los mercados internacionales. El eurocrédito sindicado, por su universalidad, es una de las operaciones más indicadas para adquirir experiencia o mantenerse al corriente de las últimas innovaciones existentes en estos círculos altamente profesionalizados y exclusivos.

21. Economía, rapidez y simplicidad.

150. En términos relativos, al margen de los costes de operaciones concretas, el eurocrédito es la forma más económica, rápida y fácil de obtener recursos en los mercados financieros internacionales. En estos momentos, todo el proceso que concluye con la celebración del contrato -incluido *road-show*²¹⁹ y publicación de la *tombstone*²²⁰- supone entre 15 y 21 días y, a diferencia

²¹⁵ Vid. *supra*, pp. 22 y ss..

²¹⁶ Vid. P. WISEMAN, *op. cit.*, p. 262.

²¹⁷ Vid. JACK DYSON, *ABig banks learn to flex their muscles*, <http://www.euromoney.com/pfandbriefe>, visitado el 31 de enero de 2000.

²¹⁸ Vid. E. ONTIVEROS y F.J. VALERO, "Nuevas tendencias...", *op. cit.*, p. 212.

²¹⁹ Hoy en día es inimaginable el lanzamiento de una operación eurocrediticia sin el correspondiente *road show*. Con esta expresión, la jerga del euromercado designa la presentación de la operación ante toda la comunidad financiera internacional. La misma suele tener lugar en una ceremonia a celebrar, generalmente, en un paraje turístico exótico, donde el personal especializado de los Bancos Líderes explica al resto de la comunidad financiera internacional las condiciones del eurocrédito, procurando captar interesados en adquirir participaciones en el mercado secundario.

²²⁰ Literalmente, *Alápida*. Anuncio publicado en la prensa especializada, indicando que se ha concluido una operación eurocrediticia. En la parte superior aparece el nombre del acreditado o prestatario y una descripción sumaria de los términos finales del eurocrédito. A continuación, figuran las instituciones financieras que han aportado fondos. En la parte inferior se relacionan los bancos que han liderado y administrado la operación.

de lo que sucede en el mercado de eurobonos, no existe lista de espera.

Económicamente, el mecanismo de la sindicación posibilita el acceso -en una misma operación y bajo unas mismas condiciones jurídicas y financieras- a enormes sumas que, de otra forma, requerirían interminables negociaciones con multiplicidad de bancos. La mecánica rotativa (*roll-over*) permite al acreditado disponer de fondos a medio-largo plazo -entre 5 y 10 años- a cambio de satisfacer un tipo de interés ligeramente superior -el *spread* cargado sobre el tipo interbancario correspondiente al tramo de refinanciación- al que hay que pagar por la obtención de recursos financieros a corto término. Ello redundaría en unos costes comparativos relativamente bajos. Basta pensar en la diferencia de costes transaccionales existentes entre, p. ej. un eurocrédito sindicado concedido por un importe de 6.000 millones de dólares USA, a 5 años, con un margen (*spread*) de tan sólo 4 puntos básicos sobre el LIBOR y la que supondría la negociación separada de 30 créditos por importe de 200 millones de dólares cada uno, para alcanzar el importe y el objetivo de financiación deseado²²¹.

31. Flexibilidad.

151. En la actualidad, las condiciones de un eurocrédito pueden negociarse hasta el extremo de permitir la adaptación de la estructura contractual básica a prácticamente cualquier exigencia del futuro acreditado. Los montantes de las operaciones van desde los 50 hasta varias decenas de miles de millones de dólares USA (*jumbo loans*); pueden conseguirse recursos financieros denominados en prácticamente cualquiera de las monedas convertibles habitualmente utilizadas en el comercio internacional, e incluso, es cada vez más incluir la cláusula multdivisa (*multicurrency clause*) en los contratos²²²; el acreditado puede tener a su disposición importantes sumas de fondos por los cuales sólo pagará el interés correspondiente a aquellos que utilice, limitándose a pagar una comisión por los no utilizados; etc..

Esta capacidad de adaptación del contrato a las concretas necesidades y circunstancias de las partes constituye una de las virtudes y características diferenciadoras del eurocrédito respecto de otras fórmulas financieras disponibles en los mercados financieros internacionales. A diferencia del eurobono, el eurocrédito sindicado es una operación eminentemente flexible y personalizada, adaptable -a partir de un esquema más o menos estandarizado y predeterminado- a las concretas circunstancias objetivas y subjetivas de cada transacción. En definitiva, el eurocrédito es una fórmula financiera auténticamente "de confección", lo cual permite que acreditados de muy distinta naturaleza -Estados, empresas transnacionales, entidades financieras- con

²²¹Vid. EUROMONEY (editorial), "The Sovereign...", *op. cit.*, p. 61.

²²²La cláusula multdivisa concede al acreditado el derecho de solicitar, al final de un período de interés o tramo de eurocrédito, el cambio de la moneda en que viene denominada la operación de pago para el período o tramo siguiente. Esta cláusula posee una doble significación. Por un lado, es uno de los mecanismos de adaptación del contrato de eurocrédito a las vicisitudes del euromercado. Cuando la situación del mercado de euromonedas haga imposible que los bancos pongan a disposición del acreditado los fondos prometidos en la divisa inicialmente pactada, la cláusula multdivisa permite solventar dicha dificultad, de forma que, al final del período de interés en el seno del cual se produjeron las distorsiones, podrá revisarse la divisa en la que vendrá denominado el siguiente período del eurocrédito. Por otro, este mecanismo sirve como diversificador del riesgo de cambio existente en toda operación financiera internacional, al permitir al acreditado cifrar los costes del crédito en cada período de interés en la divisa cuyo tipo de cambio le sea más favorable en cada renovación. Vid. A. AURIOLES, *op. cit.*, p. 70; B. CORBÍ SÁEZ, *op. cit.*, pp. 189 y 190; E. CLARK y otros, *op. cit.*, p. 412; J.P. ECK y A. JACQUEMONT, *op. cit.*, p. 316; F.J. GÓMEZ-REY, *op. cit.*, pp. 59 y 60; J.P. MATTOU, *op. cit.*, p. 211; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, p. 93; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, pp. 73 y 74.

objetivos y necesidades muy diversos -equilibrios macro-económicos, financiación en condiciones especiales, especulación, etc.- recurran a esta peculiar fórmula financiera, cada uno con sus especiales requerimientos. Esos requerimientos se han ido repitiendo y han modelado dos clases de eurocrédito que podríamos definir como "*prêt a porter*": *revolving credit facility* y *term loan*. El criterio a que se acude para distinguir ambas categorías es el de las posibilidades de disposición de los capitales por parte del acreditado.

a. Eurocrédito rotativo (*Revolving credit facility*).

152. El término rotativo²²³ (*revolving*) hace referencia a la facultad concedida al acreditado de reutilizar, como si de nuevos fondos a su disposición se tratase, los capitales que vaya reembolsando en la cuenta de crédito abierta a su favor. Consecuentemente, un eurocrédito cualificado como rotativo (*revolving credit facility*) es aquel en que los bancos se comprometen a poner a disposición del acreditado, en la fecha y con el límite pactados, unos fondos que este último puede utilizar durante toda la vida del contrato a su conveniencia. Esta mayor flexibilidad en el manejo de los fondos, acarrea el pago de una comisión de disponibilidad -*commitment fee*- que remunera a los bancos por las sumas que el acreditado no utilice²²⁴.

Esta modalidad funciona como una cuenta en descubierto tradicional: el acreditado puede retirar y reembolsar cantidades en la cuenta todas las veces que quiera y en la cuantía que estime necesario. Incluso los reembolsos pueden volver a ser utilizados, haciendo uso, durante todo el tiempo que dure la relación contractual, de la ya citada facultad *revolving*. Así, esta clase de eurocrédito se adapta a los requerimientos de aquellos acreditados que, sin tener necesidad de disponer de un montante cierto y determinado en una fecha fija, si que precisan disponer de cantidades variadas de forma más o menos constante. Es de uso frecuente entre los bancos, que suelen utilizarlo como red de seguridad ante la aparición de imprevistas necesidades de disposición de liquidez en determinadas divisas.

b. *Term Loan facility*.

153. A contrario de la modalidad *revolving*, en las operaciones *term loan* el acreditado debe retirar la totalidad de los fondos una vez que éstos se ponen a su disposición o -lo que es más frecuente- según un esquema temporal preestablecido. Habitualmente, el crédito se estructura en tres fases o períodos: un período de utilización (*availability period* o *drawdown period*), un período llamado de gracia (*grace period*) y un período de reembolso (*redemption period*).

Durante el período de utilización, el acreditado puede disponer de los fondos en una o varias operaciones, e incluso puede incrementar el montante de los capitales puestos a su disposición. Su deuda se calculará tan sólo en función de los capitales utilizados al final de este período, que suele durar unos 24 meses²²⁵. Es también frecuente conceder la facultad *revolving* en esta modalidad pero, a diferencia de lo que ocurría en la clase anterior, sólo en este período. Al finalizar el período de utilización, se abre el llamado período de gracia. Durante el mismo, el montante del crédito ya no varía, pero -de ahí su nombre- aún no se imponen intereses sobre el capital utilizado en el período anterior, cargándose sólo las comisiones pactadas.

El período de reembolso, finalmente, marca el inicio de las obligaciones del acreditado de devolver el principal y pagar los intereses según lo acordado contractualmente. La amortización del crédito puede ser pactada en una sola operación al fin del contrato (*Bullet repayment*) o en varias operaciones según un calendario preestablecido (*staged repayment*).

41. Universalidad.

154. Frente al elitismo de las emisiones de eurobonos, el eurocrédito es una fórmula financiera utilizada en toda la geografía bancaria internacional. Si en la fase de consolidación del euromercado las entidades financieras anglosajonas monopolizaban la intermediación de los créditos sindicados denominados en euromonedas, en la actualidad, acreditados y acreditantes son de una procedencia cada vez más diversificada²²⁶. Aunque teóricamente es posible considerar la hipótesis de un sindicato mono-nacional, en la realidad del euromercado, los participantes en una operación eurocrediticia sindicada provienen de toda la geografía internacional y no es extraño encontrar eurocréditos en los que la parte acreditante esté integrada por entidades financieras de más de una docena de nacionalidades diferentes.

El euromercado es un exponente de la tendencia de la banca hacia la internacionalización; sin ésta y lo que ella supone -amplia distribución geográfica de entidades dispuestas a participar, desarrollo de un sistema electrónico de transmisión de información y transferencia de fondos, expansión de una operativa estándar, etc.- el desarrollo del mercado de euromonedas no hubiera sido posible²²⁷. Los centros financieros *off-shore*²²⁸ se extienden por todos los husos horarios y la geografía eurobancaria

²²³ El término crédito rotativo está utilizado siguiendo la traducción efectuada por E. ALCARAZ VARÓ y B. HUGHES, *Diccionario de términos jurídicos. Inglés-español/Español-inglés*, Barcelona, Ariel Derecho, 1992, p. 271.

²²⁴ La comisión de compromiso o aseguramiento (*commitment fee*) se calcula trimestral o semestralmente, coincidiendo con la liquidación de un determinado período de interés, aplicando un porcentaje situado entre el 0'375 y el 0'5% sobre el importe del crédito no dispuesto por el acreditado. Intenta remunerar a los bancos, en primer lugar, por los gastos de gestión en que han tenido que incurrir para poner a disposición del acreditado los recursos pactados; en segundo término, por el coste de oportunidad que para los acreditantes supone su compromiso frente al acreditado. Vid. G. A. PENN, *op. cit.*, p. 424.

²²⁵ Vid. E. CLARK y otros, *op. cit.*, p. 411.

²²⁶ Vid. A. LAMFALUSSY, "The Eurodollar Market", *J.W.T.L.*, n1 2, 1971, pp. 388 a 396, esp., pp. 391 y 392.

²²⁷ Sobre esta cuestión vid. J. C. FERNÁNDEZ ROZAS, *La Banca Extranjera...*, *op. cit.*, p. 3 y ss.; F. LEROUX, *op. cit.*, pp. 65 y ss.; L. RADICATI DI BROZOLO, *op. cit.*, p. 2 y ss.

mundial suele dividirse en cinco zonas: Europa Occidental (con centros en Londres, Luxemburgo, París, Zúrich y las Islas del Canal), Caribe (Islas Caimán, Bahamas y Panamá), Oriente Medio (Bahrain), Asia (Singapur, Hong-Kong, Tokio) y Norteamérica (destacan las *International Banking Facilities* de Nueva York y California).

155. Pese a esta variada oferta, Londres sigue siendo el centro financiero internacional por excelencia. Es el lugar donde se pueden negociar depósitos y créditos en cualquier moneda importante y por el montante preciso y el LIBOR sigue siendo el tipo de referencia más utilizado en el euromercado. Al principio, las autoridades británicas no vieron con muy buenos ojos la aparición de un mercado de dólares fuera de los EE.UU. Hay que reconocer que la situación era ciertamente extraña. No obstante, el Banco de Inglaterra hizo honor a lo que será una constante histórica en su comportamiento regulador: una actuación sensible a las necesidades del mercado. El banco central distinguió claramente entre operaciones denominadas en libras esterlinas y operaciones denominadas en monedas extranjeras y prestó un decidido apoyo al desarrollo de estas últimas, pese al riesgo que representaba el autorizar en su jurisdicción el uso internacional de monedas nacionales. Ese riesgo se compensó sobradamente con la afluencia de ingentes sumas de recursos hacia la *City*, que se convirtió en la capital financiera internacional.

Aparte de los históricos y reguladores ya examinados, otros factores que influyen en este éxito de Londres son su privilegiada situación geográfica-horaria, justo entre Nueva York y Tokio, la frecuente sumisión de las partes a la jurisdicción y al derecho inglés a la hora de resolver hipotéticas controversias y la adopción de la lengua inglesa como idioma oficial de los negocios internacionales. Sin embargo, hay que tener claro que este liderazgo londinense como centro financiero no se corresponde ya con un dominio de los bancos ingleses en las transacciones, liderazgo en el que han sido desplazados por las instituciones norteamericanas y japonesas.

156. Otras plazas eurobancarias desempeñan un papel importante en determinados ámbitos regionales e incluso a menor escala. Son paradigmáticos los casos de desarrollo de las Islas Caimán, Singapur y Bahrain.

Cuando a mediados de los años sesenta el Banco de Inglaterra exige a los bancos norteamericanos un capital mínimo de US\$ 500.000 para establecerse en Londres, muchas entidades consideraron excesivo este coste y buscaron emplazamiento en otras zonas. La elección recayó sobre el área caribeña, en especial, sobre las Islas Caimán: un pequeño archipiélago de apenas 200.000 habitantes, que alberga más de 350 bancos. En ellas no se exige prácticamente requisito alguno al establecimiento de sucursales bancarias extranjeras -el capital mínimo es de US\$ 250.000 y no existen reservas legales para operaciones en euromonedas- y el uso horario coincide con el de Nueva York.

²²⁸Sintetizando, las condiciones necesarias para el surgimiento de un centro financiero operante en eurodivisas son: un marco político estable, un ambiente jurídico flexible, un tratamiento fiscal favorable, un espectro suficientemente amplio de monedas libremente convertibles y una infraestructura de telecomunicaciones adecuada. Condiciones que se dan en dos tipos de plazas financieras internacionales: centros financieros internacionales funcionales (*functional international financial centres*) y centros financieros *off-shore*. En los primeros se negocian todo tipo de operaciones y servicios bancarios tanto internacionales cuanto domésticos; los segundos se limitan a operar en euromonedas. La diferencia entre unos y otros suele obedecer a razones reguladoras, por cuanto las autoridades de los principales centros eurobancarios apenas si exigen algún requisito para la actuación de los eurobancos; si lo hiciesen, ello significaría el desplazamiento de los bancos *off-shore* hacia otro espacio más libre. *Vid.* T. KIM, *op. cit.*, p. 191.

Otro ejemplo interesante de centro regional lo constituye Bahrain. A partir de la destrucción del entramado financiero y comercial existente en el Líbano, Bahrain le sustituyó como centro eurobancario de la zona. Su operativa, no obstante, prácticamente se limita a la negociación de depósitos denominados en la moneda de Arabia Saudita (*Riyals*) y a realizar las operaciones que la ortodoxia islámica no permite desarrollar a los bancos de los países del área²²⁹.

Por lo que a Singapur respecta, pese a la insignificancia de su mercado doméstico, es considerada la capital del llamado *asian-dollar* y ejemplo típico de centro financiero *off-shore*. Su actividad se inició en 1968 cuando el *Bank of America* de Singapur recibió permiso para aceptar depósitos denominados en dólares, provenientes de no residentes en la ciudad. Se considera como desencadenante de esta iniciativa la gran cantidad de dólares existentes en el Sud-Este de Asia, a raíz de la Guerra de Vietnam. Actualmente, al hilo del espectacular ritmo de crecimiento económico en toda la zona, el papel de Singapur es cada vez más relevante en la escena financiera internacional²³⁰.

III. IDENTIFICACIÓN DE LOS INTERESES EN PRESENCIA.

157. Para un correcto entendimiento del régimen material del eurocrédito sindicado -régimen a cuyo servicio han de estar las proposiciones relativas a su regulación de D.i.pr.- resulta imprescindible, a mi entender, la previa identificación de los intereses que en su regulación pueden concurrir.

²²⁹Vid. T. HASSAN, "Islamic Banking and Finance", en D.G PIERCE, *op. cit.*, pp. 93 a 209, esp., p. 99 y ss..

²³⁰Vid., J. RIVOIRE, *op. cit.*, p. 96.

Partiendo del esquema ya clásico propuesto por E. PÉREZ VERA²³¹, en toda relación privada internacional -y el eurocrédito da lugar a un complejo entramado de ellas- pueden concurrir intereses públicos (1.) -del sistema financiero internacional, estatales y del propio ordenamiento jurídico- y privados (2.) : intereses de los acreditantes y del acreditado.

1. INTERESES PÚBLICOS.

158. Aparte del interés fundamental y genérico en incrementar los intercambios internacionales y favorecer su eficiencia, lo que supone poner el acento en las incertidumbres estructurales de todo contrato internacional, en el ámbito de la contratación financiera cobran especial importancia la promoción de la estabilidad y la regularidad del sistema financiero internacional, valores sensiblemente afectados por fenómenos económicos y sociológicos asociados al euromercado: volatilidad de los tipos de cambio e interés, especulación financiera internacional, blanqueo de capitales.

Consecuentemente, los intereses públicos concurrentes sobre el contrato eurocrediticio pueden ser clasificados en intereses del sistema financiero internacional (A.), de los Estados (B.) y del ordenamiento (C.).

A. Intereses del sistema financiero internacional.

159. El planteamiento a desarrollar en este apartado es sencillo: a nadie le preocuparía el euromercado si no fuera por sus dimensiones (11) y por su carácter desregulado (21).

De esas características se derivan dos problemas fundamentales: inestabilidad del sistema financiero internacional y lavado o blanqueo de dinero proveniente del narcotráfico, terrorismo, tráfico de armas, corrupción, etc.. Problemas que están reclamando soluciones (31): una puede ser de corte institucional y otra puede venir de la mano de los propios actores de la escena financiera internacional.

11. Dimensiones del fenómeno euromonetario.

160. Hoy en día, el euromercado financia una parte cada vez más importante del comercio y del crecimiento económico internacionales, actuando como la principal fuente de liquidez que el sistema financiero internacional puede ofertar. El volumen diario medio de negociación supera ampliamente el billón de dólares estadounidenses.

²³¹ Vid. E. PÉREZ VERA, *Intereses del tráfico jurídico externo y Derecho internacional privado*, Granada, Universidad de Granada, 1973.

Para hacernos una idea de las magnitudes que se mueven en el gran bazar internacional del dinero, baste recordar, por ejemplo, como el Banco de Inglaterra consumió inútilmente un tercio de sus reservas -45 billones de dólares- para intentar contener la operación especulativa desencadenada contra la libra esterlina en septiembre de 1992 y que se saldó con la salida de la divisa inglesa del S.M.E. y su libre flotación²³².

Superada la contracción del mercado eurocrediticio que siguió a la crisis de la Deuda de los Países en Vía de Desarrollo, el peso relativo del eurocrédito, dentro de esas cifras, vuelve a ser ciertamente importante. 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 variadas²³³.

21. Carácter desregulado del euromercado.

161. Desde una perspectiva económica, la liquidación del sistema de cambios fijos representado por el Acuerdo de Bretton Woods inauguró un período histórico en el que la incertidumbre ha sido la nota dominante. La volatilidad de los tipos de interés y las oscilaciones en los tipos de cambio se han convertido, desde entonces, en la tónica y referencia habitual de los mercados financieros.

Para explicar esta situación, lo primero que hay que tener presente es que el conjunto del mercado no está sometido a control alguno. Al no contar con un Banco Central que establezca una tasa de interés determinada, no existe una cotización fija del precio de las euromonedas; consecuentemente, éste varía de forma constante según el juego de la oferta y la demanda, las perspectivas del mercado, las necesidades concretas y la solvencia de los bancos implicados en las operaciones.

Las fluctuaciones en la oferta y demanda de las eurodivisas provocan constantes alteraciones en los tipos de cambio y las tasas de interés y, por ende, en el cuadro de derechos y obligaciones asumidos por las partes comprometidas en una operación eurocrediticia. Consecuencias de esta volatilidad son, por un lado, la progresiva generalización de las técnicas de análisis y gestión de riesgos (*hedging*)²³⁴, que se han convertido en el gran protagonista de la escena financiera internacional y, por otro, la construcción del contrato eurocrediticio como contrato cuadro, abierto a una permanente renegociación que permita reequilibrar la relación ante las fluctuaciones del marco de referencia.

162. Desde la otra de las perspectivas anunciadas, la sociológica, está comprobado el recurso al euromercado en actividades como la venta de armas antitanques estadounidenses a Irán en la contienda que enfrentó a este país con Iraq (*Irangate*); el lavado de fondos vinculados con el llamado *Acartel* de Medellín, la transferencia de millones de dólares por parte de la *Central Intelligence Agency* (C.I.A.) norteamericana con destino a la *Contra* nicaragüense o la resistencia afgana; la financiación de grupos armados radicales como el liderado por el palestino Abu Nidal o la guerrilla maoísta Sendero Luminoso²³⁵. Ante tal panorama, poco cabe añadir. Si, desde un punto de vista teórico, determinadas decisiones políticas podrían hacer desaparecer el

²³²Vid. G.H. WINDECKER JR., *The Eurodollar Deposit Market: Strategies for Regulation*, *A.U.J.I.L.P.*, 1993, n1 1, vol. 9, pp. 357 a 384, esp., p. 358.

²³³Vid. 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.

²³⁴Vid. L. COSTA RAN y M. FONT VILALTA, *op. cit.*, pp. 103 y ss.

²³⁵Vid. G.H. WINDECKER JR., *op. cit.*, pp., 357 a 361.

mercado de eurodivisas -bastaría, nada más y nada menos, con suspender la convertibilidad de las principales monedas nacionales- con los pies en la tierra hay que concluir que tal momento histórico ha pasado y no queda más salida que la búsqueda de soluciones que procuren mitigar el uso desviado de esta estructura.

31. Propuestas de solución para la defensa eficaz de los intereses del sistema financiero internacional.

163. Los problemas aquí sucintamente expuestos han motivado dos tipos de reacciones fundamentales: reacción institucional, que pasa por la actuación coordinada de las autoridades monetarias y reacción particular de los propios actores de la escena financiera internacional, adoptando códigos de conducta o de prácticas financieras responsables.

a. La reacción particular y la polémica regulación-desregulación.

164. Para la mayoría de los operadores, la complejidad del mercado dificulta el desarrollo de un marco regulador adecuado que no entorpezca su normal desenvolvimiento. Consecuentemente, la regulación debe descansar en los actores de la escena financiera internacional. Opinión que se inscribe en un movimiento mucho más amplio, cual es el proceso general de liberalización de los controles estatales sobre las economías de los países más desarrollados, lo que va a permitir un incremento del flujo transfronterizo de capitales.

En el contexto financiero, esto se traducirá en la denominada desregulación²³⁶ (*deregulation*), que tiene sus orígenes en los EE.UU. y pronto se extenderá a todos los países occidentales²³⁷ y a Japón. Del mismo modo que el proceso de regulación del conjunto de la actividad bancaria fue universal, también ha sido universal su eliminación posterior a principios de la década de los ochenta²³⁸. Desde entonces, la intervención administrativa viene siendo sustituida por la denominada normativa prudencial: respeto por el principio de libertad de mercado y no intervención salvo que esté en peligro la propia estabilidad o competitividad del sistema financiero nacional.

Como la denominada crisis de los P.V.D. puso de manifiesto, el principal riesgo para el sistema, considerado globalmente, es el riesgo de crédito; es decir, qué ocurriría en el caso de que una de las partes del contrato -uno o varios de los grandes operadores- resulte en fallido y, por efecto de la cláusula de incumplimiento cruzado (*cross default clause*), se desencadene el tan temido efecto dominó. Si en los mercados domésticos la intervención estatal y los fondos de garantía amortiguan en alguna medida estos episodios, en los mercados internacionales no hay más garantía que el propio *rating* o calificación financiera -solvencia en definitiva- de las entidades participantes. En cualquier caso, experiencias como las pérdidas de 387 millones dólares por parte de MERRILL LYNCH en 1987 o la más reciente quiebra de la banca BARINGS o de YAMAICHI SECURITIES, ocasionadas -al menos en gran medida- por operaciones no autorizadas, ponen de manifiesto las dificultades de

²³⁶Vid. PH. G. GERNY, "The deregulation and re-regulation of financial markets in a more open world", en PH. G. CERNY (editor), *Finance and World Politics. Markets, Regimes and States in the Post-hegemonic Era*, Aldershot, Edward Elgar, 1993, pp. 67 a 69; P. MAESTRE CASAS, *Aplicabilidad del Derecho de la competencia a la banca*, Madrid, Eurolex, 1997, pp. 55 y ss..

²³⁷Fundamental es la decisión desreguladora de la *London Stock Exchange* de 27 de octubre de 1986, que está en el origen del llamado *Big Bang* de la Bolsa de Londres. Vid. R. ANN COYNE, "International Securities Trading: The United States and Great Britain Develop Clearing and Settlement Procedures for a New Age", *Cal.West.Int.Law.J.*, Vol. 19, 1988-1989, n1 1, pp. 129 a 151, en especial 140 y ss..

²³⁸Vid., J. CANALS, *La nueva economía global*, Bilbao, Ediciones Deusto, 1993, p. 98. Respecto al sistema bancario español, J.C. FERNÁNDEZ ROZAS, *La banca...*, *op. cit.*, pp. 35 y ss..

articular el control del mercado sobre la estructura institucional interna de los propios agentes financieros.

Parece, pues, que es tiempo sino de invertir, si de cuestionar el movimiento desregulador que, desde principios de los años ochenta, es una constante en lo que a los mercados financieros respecta. El debate sobre la posibilidad de establecer controles a los movimientos internacionales de capital ha recobrado especial interés tras la denominada *Acrisis asiática*²³⁹. El control prudencial se ha revelado como poco eficaz para la tutela de los intereses del sistema financiero internacional -estabilidad y regularidad en los intercambios- y las miradas comienzan a dirigirse hacia una necesaria reestructuración de la arquitectura del propio sistema²³⁹. Como el propio Director Gerente del F.M.I., M. CAMDESSUS, afirma: *«La transparencia y las normas son la clave para un sistema financiero estable y eficiente»*²⁴⁰.

b. La reacción institucional.

165. El desarrollo espectacular del euromercado es consecuencia, en gran medida, de su capacidad para circunvalar las regulaciones monetarias nacionales. Cualquier intento regulador aislado da lugar a una pérdida de competitividad de las entidades financieras nacionales en el mercado internacional. La *Afuga*²⁴¹ de entidades financieras alemanas hacia Luxemburgo, a principio de los años ochenta, es buen ejemplo de ello²⁴¹. Para que la regulación del euromercado no claudique ante la extrema movilidad de los mercados financieros deslocalizados precisa de un marco institucional y jurídico internacional que, por el momento, ni el Fondo Monetario Internacional ni instituciones a él ligadas -Banco de Pagos Internacionales, Banco Mundial- han conseguido ofrecer.

Propuestas como un aumento de competencias del Fondo Monetario Internacional en materia de control o como la creación de un fondo de garantía centralizado en el Banco Mundial no han superado el estadio de proyecto²⁴². Tampoco el acuerdo logrado en el seno de la Organización Mundial de Comercio sobre servicios financieros va más allá de la promoción de unos estándares comunes -*soft law*- de los denominados *ratios CAMEL*²⁴³ o indicadores financieros. Criterios similares, por otra parte, a los que ya obligan a las instituciones financieras, en el marco de los Acuerdos del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea²⁴⁴.

La regulación, tal y como demuestra la sucesiva aparición de episodios de crisis generalizada, resulta también ineficaz. El propio F.M.I. reconoce, por una parte, que no es recomendable introducir medidas drásticas que limiten la convertibilidad de las monedas nacionales y, por otra, que es preciso un replanteamiento del sistema monetario internacional, que de prioridad a las inversiones, como el eurocrédito, con mayor período de maduración y desincentivar el abuso de las operaciones especulativas a corto plazo²⁴⁵.

Mientras tanto llega y se refuerza la deseada coordinación internacional, la referencia a las normas imperativas estatales de control de la actividad financiera, pese a sus dificultades de implementación, aparece como un expediente normativo más, aunque irrenunciable, ante los problemas planteados por el carácter desregulado y las enormes dimensiones del mercado de eurodivisas²⁴⁶. La defensa de los intereses generales del sistema financiero internacional deben ser tenidos también en cuenta a la hora de establecer proposiciones normativas -cualquiera que sea el método de regulación y las categorías normativas a utilizar- sobre el régimen de D.i.pr. del eurocrédito sindicado.

²³⁹ En el momento actual, más que acerca de si los problemas derivados de las imperfecciones de los mercados son suficientes para justificar el establecimiento de controles de capital, los especialistas discuten, primero, sobre si tales controles deben imponerse de forma permanente o temporal; segundo, en caso de que se decida su establecimiento, si deben ser preventivos o correctivos; y tercero, cuál sería el coste, en términos de eficiencia, de los propios controles. Vid. SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR, *«Es preciso imponer restricciones de capital? El estado actual del debate.»*, B.E.I.C.E., n1 2592, octubre-noviembre de 1998, pp. 3 a 9, esp., pp. 7 a 9.

²⁴⁰ Vid. El *Discurso* de M. Camdessus ante la 240 conferencia anual de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, celebrada en Lisboa, el 25 de mayo de 1999", B.F.M.I., n1 11, vol 28, 14 de junio de 1999, pp. 177 a 180.

²⁴¹ Vid. F. RIGAUX, *«Les situations...»*, op. cit., p. 278.

²⁴² Vid. L. RODRÍGUEZ PAREJO y otros, op. cit., pp. 517 y ss..

²⁴³ CAMEL es un acrónimo que sintetiza el nombre de los principales indicadores financieros: *Capital, Assets, Management, Earnings, Liquidity*. Vid. J.H. FRIEDLAND, *The Law and Structure of the International Financial System. Regulation in the United States, EEC, and Japan*, Londres, Quorum, 1994, p. 28.

²⁴⁴ El Comité de Supervisores Bancarios de Basilea, creado en 1975, agrupa a representantes de las autoridades supervisoras de los países pertenecientes al llamado Grupo de los Diez. El Comité emite recomendaciones que, si bien en el plano jurídico no son vinculantes, si lo son en el terreno de los hechos, y sus directrices han sido incorporadas en mayor o menor medida en todo el ámbito occidental. Vid. L.C. LEE, *«The Basle Accords as Soft Law: Strengthening International Banking Supervision»*, en V.J.I.L., vol. 39, n1 1, 1998, pp. 1 a 40; M. MARTÍN y F. VARGAS, *«Regulación bancaria: situación actual y perspectivas»*, P.E.E., n1 65, 1995, pp. 30 a 48, esp. pp. 43 y ss..

²⁴⁵ Vid. SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR, *«Es preciso...»*, op. cit., p. 9.

²⁴⁶ Vid. *infra*, pp. 256 y ss..

B. Intereses estatales.

166. Los intereses estatales en la contratación bancaria internacional pivotan entre el reconocimiento de la denominada función cuasi-pública del euromercado (11) y la necesidad de controlar el impacto que la actividad financiera internacional causa sobre una de las manifestaciones de su soberanía: la moneda (21).

11. Función cuasi-pública del euromercado.

167. Ya hemos visto, al analizar la evolución histórica de los mercados financieros internacionales, como los Estados no sólo son auténticos protagonistas del lanzamiento del mercado de eurodivisas, sino que éste se desarrolló con su consentimiento y no como fruto de un pretendido vacío jurídico o de una operación de ingeniería financiera. Hoy existe un acuerdo general en señalar como los Estados son los primeros interesados en el mantenimiento del segmento externo del sistema financiero internacional²⁴⁷.

El euromercado -y el eurocrédito es una de sus manifestaciones contractuales más notorias- cumple una función correctora de la inexistencia de un auténtico sistema financiero internacional. La razón de la aparición de las euromonedas está en la contradicción entre un comercio internacional cada vez más interrelacionado y la inexistencia de una estructura jurídica que de cobertura a la vertiente financiera de los intercambios.

Las innegables relaciones entre economía real y economía financiera, trasladadas al campo transfronterizo, conducen a la inevitable utilización de las monedas nacionales como vehículo de los intercambios financieros. En suma, el euromercado desempeña una función cuasi-pública ante la incapacidad tanto de los mercados domésticos cuanto de las instituciones públicas de proporcionar una plataforma de liquidez capaz de financiar el enorme movimiento de recursos que implica el comercio internacional en la actualidad²⁴⁸.

A cambio, la singularidad del euromercado consiste en el desarrollo de una estructura comercial privada que fija sus tipos de interés con independencia de cualquier sistema jurídico estatal o internacional, mercantilizando las monedas. Los eurobancos actúan, en este marco libre, como creadores de mercado (*market makers*): cotizan continua y simultáneamente en el mercado el precio comprador y vendedor de los eurodepósitos. Si éstos constituyen la materia prima con la cual el euromercado cumple su función como distribuidor internacional de liquidez; económicamente, los eurocréditos no son más que transferencias de esos depósitos desde el sector interbancario hasta el acreditado.

Esta mercantilización de las monedas nacionales proyecta sobre el sistema financiero internacional, en su conjunto, una inestabilidad estructural. Aunque los distintos mercados domésticos siempre han sido sensibles a las variaciones del precio del dinero en otros países, las autoridades monetarias de cada Estado tenían a su disposición todos los resortes de la política económica para reequilibrar el sistema. Sin embargo, con la aparición de un mercado paralelo verdaderamente internacional, carente de toda autoridad central que lo regule, surgen diferencias sustanciales entre los tipos de interés del circuito eurocrediticio y los de los sistemas nacionales, resultando inevitable que ambos segmentos entren en competencia. De esta forma, ni siquiera los mercados domésticos más poderosos pueden permanecer ajenos a las fluctuaciones del euromercado y el margen de actuación autónoma de las políticas monetarias estatales se ha visto muy reducido, ante la existencia de un canal alternativo de financiación.

21. La dimensión de control de la actividad financiera internacional.

²⁴⁷ Vid., entre otros, D. CARREAU, "Souveraineté monétaire et utilisation de la monnaie par les opérateurs privés", *Droit et monnaie...*, op. cit., pp. 399 a 424, esp., p. 403; J.P. MATTOUT, op. cit., pp. 194 y ss.; F. RIGAUX, *Derecho Internacional Privado. Parte General*, Madrid, Civitas, 1985, p. 89.

²⁴⁸ Vid. D. CARREAU, "Souveraineté...", op. cit., pp. 399 a 424, esp., p. 403; E. LOQUIN, "Delimitation juridique des espaces monétaires nationaux et espace monétaire transnational", *Droit et monnaie*, op. cit., pp. 425 a 462, esp., p. 428.

168. Al igual que el pluralismo jurídico constituye un presupuesto básico del D.i.pr., el "pluralismo monetario" es presupuesto de la existencia de los mercados financieros internacionales. Sin la presencia de una pluralidad de entidades estatales soberanas, cada una con su unidad monetaria y su política económica autónoma, sólo existiría un gran mercado financiero doméstico. Las implicaciones de tal relación en el diseño y toma de las grandes opciones de política económica es evidente. De ahí que, tradicionalmente, la actividad financiera haya estado fuertemente supervisada por el poder público, cuando no directamente ligada al mismo como una manifestación de la soberanía. Esa intervención y control de los Estados sobre el sistema financiero -restringiendo o prohibiendo el acceso al crédito- y las propias limitaciones del mercado doméstico -reducidas dimensiones, escasa profundidad, elevados costes- habrían, en no pocas ocasiones, condicionado el desarrollo de sus respectivas economías si los agentes públicos y privados no contasen con el recurso a los mercados internacionales²⁴⁹.

El control estatal, no obstante, es difícil. Los profundos y complejos cambios operados en los mercados financieros internacionales no hubieran sido factibles sin los avances en materia de comunicaciones y tratamiento informático de datos. Estos avances tecnológicos hacen posible la contratación continua, prácticamente en tiempo real, y facilitan la necesaria fluidez de la información precisa para la toma de decisiones en tan escaso lapso temporal. Con ello han contribuido decisivamente a la aparición de un espacio financiero global y, a su vez, han generado un auténtico "agujero negro" jurídico en lo que a la regulación estatal de las transferencias electrónicas de fondos respecta, obligando a un desplazamiento temporal del control sobre las operaciones: puesto que estas se verifican en tiempo real, es difícil imaginar otro control que no sea correctivo o *a posteriori*²⁵⁰. En cualquier caso, el regulador siempre va por detrás de la innovación financiera, la cual desarrolla productos cada vez mas complejos y sofisticados, con una gran potencialidad para generar beneficios, pero también con una difícil evaluación de riesgos.

²⁴⁹ Así, p. ej., en el s. XIX, las reducidas dimensiones del mercado doméstico de los EE. UU. no permitían cubrir las necesidades de su economía y se recurrió masivamente a la financiación en los mercados inglés y alemán. Más cercana y recientemente, en el despegue económico español se acudió al euromercado para financiar las grandes operaciones de infraestructura emprendidas por el I.N.I.

²⁵⁰ Vid. P. ANCEL, "La monnaie électronique: régime juridique", en *Droit et monnaie...*, *op. cit.*, pp. 303 a 315; E. FROMENT, "L'informatisation des actes monétaires", en *Droit et monnaie...*, *op. cit.*, pp. 289 a 302; L. RAVINA, "Innovaciones financieras y mercados financieros internacionales", en *I.C.E.*, n1 69, 1989, pp. 63 a 72 .

C. Intereses del Ordenamiento.

169. La importancia general del contrato, en tanto que instrumento de cobertura jurídica de los intercambios de bienes y servicios, conlleva que el propio sistema normativo proyecte sobre su regulación determinados intereses. Según cualificada opinión, el régimen jurídico de los contratos internacionales -y el eurocrédito lo es- debe perseguir cuatro objetivos básicos²⁵¹.

Primero, seguridad jurídica de realización: surgida una patología contractual (dimensión patológica), el sistema normativo debe aportar soluciones estables y eficaces a las posibles controversias.

Segundo, seguridad jurídica de ordenación: el régimen jurídico de los contratos internacionales tiene que definir con claridad y precisión cual es el marco de actuación dentro del cual los contratantes pueden/deben desarrollar su proyecto (dimensión preventiva).

Tercero, la regulación debe conciliar el respeto de la voluntad de las partes y la defensa de los intereses estatales de control de los procesos económicos internacionales (dimensión fiscalizadora).

Cuarto, es preciso garantizar los intereses de determinados colectivos sociales necesitados de una especial protección ante los riesgos propios de la contratación internacional (dimensión tuitiva).

²⁵¹ Vid. A.L. CALVO CARAVACA y J. CARRASCOSA GONZÁLEZ, «Contratos internacionales (I)», capítulo XXIV de la obra colectiva, *Derecho internacional privado, Volumen II*, Granada, Comares, 1998, pp. 336 a 436, esp., p. 337.

170. Desde el punto de vista de la dimensión patológica, la característica más acusada que presentan los eurocréditos sindicados, es el rechazo de la denominada justicia arbitral como mecanismo de resolución de controversias. Aunque es esta una cuestión que será más detenidamente tratada con posterioridad²⁵², conviene señalarla por su singularidad dentro del panorama general de la contratación internacional. En efecto, se ha afirmado -y no sin razón- que la resolución de las diferencias relativas a los contratos internacionales discurren, en el marco de una sociedad internacional caracterizada por la dualidad sociedad de Estados/sociedad de comerciantes, por la segura vía del arbitraje comercial internacional, evitando los costes y la lentitud inherentes al proceso judicial internacional²⁵³. Sin embargo, para los agentes financieros internacionales, muchas de las ventajas del arbitraje son vistas, generalmente, como irrelevantes en su campo profesional, cuando no con desconfianza. Especialmente, la tendencia de los árbitros a proporcionar soluciones más próximas a la equidad y al compromiso -lo que se conoce, en terminología anglosajona como tendencia a *split the difference*- que a la aplicación de reglas jurídicas, es contemplada como poco adecuada en un campo en el cual las cuestiones litigiosas son cuestiones de derecho y no de hecho.

171. Desde la perspectiva de la seguridad de ordenación o dimensión preventiva, el eurocrédito es terreno abonado para la denominada función profiláctica o prospectiva del D.i.pr.. Como tantas veces se ha señalado a lo largo de estas páginas, las partes con conscientes, desde los inicios mismos de las negociaciones, de estar inmersas en un ámbito genuinamente internacional. Ya en los primeros documentos relativos a la fase de montaje de la operación -Carta de Oferta u *Offering Letter* y Circular Informativa o *Information Memorandum*- hay referencias explícitas a las cláusulas atributivas de jurisdicción y de ley aplicable al contrato. El análisis de D.i.pr. es uno de los cimientos de todo el edificio cautelar que los asesores jurídicos de los contratantes intentan construir al fin de garantizar a éstas un cálculo exacto de los riesgos que asumen, de los costes en que incurrirán y de los márgenes de actuación con que cuentan.

172. Situándonos ya en la dimensión de fiscalización, es preciso tener presente el interés del ordenamiento en que la opción deliberadamente respetuosa con la autonomía de la voluntad, como exponente del respeto por el poder autocompositivo, no se confunda con el vacío de regulación²⁵⁴. La referencia al denominado *ius argentarium* debe pasarse por este filtro y es preciso, en este sentido, ser consciente de que el pretendido derecho espontáneo de los mercados financieros es una construcción realizada desde la óptica de los acreditantes. Son las propias organizaciones corporativas de los profesionales del euromercado las que pretenden reaccionar ante la inidoneidad de las normas estatales, incluidas las de D.i.pr., lanzando la idea de un ordenamiento anacional. Ordenamiento que no tiene en cuenta la necesaria articulación, en materia contractual, de intereses públicos y privados.

173. En fin, la dimensión tuitiva quizás sea de menor transcendencia en esta sede. Al contrario de lo que sucede, por ejemplo, en las operaciones de emisión de eurobonos, a las cuales tienen acceso, al menos por lo que al mercado secundario se refiere, inversores privados necesitados de una especial tutela, la contratación eurocrediticia se caracteriza por la sofisticación de los contratantes. No obstante, la posible calificación del *Information Memorandum* como oferta pública de inversión o la caracterización de la participación de cada banco como un activo financiero sometido al régimen de los títulos valores hace planear sobre la operación la incidencia de las normas tuitivas protectoras del inversor y del mercado.

²⁵²Vid. *infra*, pp. 177 y ss..

²⁵³Vid. M. GUZMÁN ZAPATER, *Las obligaciones contractuales*, tema XXVI de la obra colectiva *Derecho internacional privado*, vol. II, Madrid, UNED, 1998, pp. 257 a 299, esp., pp. 259 y 260.

²⁵⁴Vid. J.P. MATTOUT, *op. cit.*, pp. 194 y ss..

La práctica habitual del euromercado para evitar la calificación del *Information Memorandum* como oferta pública de inversión (*an issue not involving a public offering*) consiste en incorporar en el mismo una advertencia en el sentido de que su circulación está restringida a un número determinado de inversores sofisticados. Otro tanto sucede con los instrumentos conocidos como *TLI* y *TLC/TPC*²⁵⁵, que contienen menciones expresas en el sentido de que su circulación está restringida a los profesionales de los mercados financieros. Según la mayoría de los especialistas²⁵⁶, dichas cautelas serían suficientes para que ambas prácticas quedaran amparadas por las excepciones que, para las colocaciones privadas de activos financieros, contienen la normativa inglesa (*Financial Services Act* de 1986), las normas federales norteamericanas en la materia (la *US Banking Act* o *Glass Steagall Act* de 1933, la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934) y la Ley 24/1988 del Mercado de Valores española²⁵⁷.

2. INTERESES PRIVADOS.

174. El eurocrédito sindicado es una figura legalmente atípica y propia de la contratación financiera internacional, cuya principal fuente de regulación es la voluntad de las partes. El interés básico de éstas reside en el adecuado manejo de los riesgos inherentes al elevado grado de complejidad de la operación y a su carácter altamente internacionalizado. Ambas cuestiones han sido suficientemente estudiadas en otros apartados de este trabajo²⁵⁸, por lo que esta sección se centrará en un análisis tipológico, con la intención de poner de manifiesto las especiales características de los elementos subjetivos intervinientes en un eurocrédito sindicado. Características que condicionan o modalizan su régimen de D.i.pr..

Estudiaremos, a continuación, en primer lugar a los acreditantes (A.) y, en segundo término, al acreditado (B.).

²⁵⁵Los *Transferable Loan Instrument (TLI)* son, en esencia, un reconocimiento de deuda del acreditado que incorpora la promesa de pagar un determinado importe -equivalente a los derechos del acreditante original- en una fecha y bajo unas condiciones -las mismas del contrato subyacente sintetizadas- determinadas. El contrato original prevé que cada participante puede transformar su participación en uno o varios *TLI* y que la simple transferencia del documento conlleva la transmisión efectiva de la participación, si bien suele exigirse una inscripción en un registro especial. Dicha inscripción implica el conocimiento de la transmisión por parte del acreditado y del resto de participantes y opera como desencadenante de la regularidad de la transferencia. A diferencia de los *TLI*, los *Transferable Loan Certificates (TLC)* -también conocidos como *Transferable Participation Certificates* o *TPC*- no son títulos representativos de deuda, sino que operan a partir del mecanismo de la novación. El principal escollo que ésta presenta para favorecer la rápida negociabilidad de las participaciones es la práctica imposibilidad de obtener los consentimientos de todos los participantes en el contrato de eurocrédito para perfeccionar la sustitución subjetiva. El *TLC* permite superar este obstáculo, pues, en última instancia, no es más que un documento anejo al contrato original en el que consta una oferta irrevocable de novación. Esta oferta está firmada por todos los participantes en el eurocrédito que, de esta forma, entienden que han prestado anticipadamente su consentimiento, a efectos novatorios. Verificada la transmisión del *TLC*, se procede a su registro y el acreditado queda liberado de la deuda anteriormente asumida y contrae una nueva con el adquirente del certificado. Comparativamente, los *TLI* presentan una ventaja significativa respecto de las fórmulas novatorias (*TLC/TPC*): mientras estas últimas significan la extinción de la relación anterior, con todas las garantías y autorizaciones, ello no ocurre con los *TLI*, que dejan intacta la relación subyacente. Vid. F. GRAAF, *op. cit.*, p. 379; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, p. 119.

²⁵⁶Vid. R.H. RYAN JR., *op. cit.*, pp. 15 a 19; R.C. TENNEKON, *op. cit.* pp. 138 y 139; PH. WOOD, *op. cit.* p. 257.

²⁵⁷Vid. R.H. RYAN JR., *op. cit.*, pp. 15 a 19; R.C. TENNEKON, *op. cit.* pp. 138 y 139; PH. WOOD, *op. cit.* p. 257. El art. 30 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (*B.O.E.* n.º 81, de 29 de julio y correcciones de errores en *B.O.E.* núms. 122, de 23 de mayo de 1989 y 185, de 4 de agosto de 1989) autoriza la excepción de los requisitos impuestos por su art. 26 por motivo del escaso número de inversores al que están destinados los títulos negociables.

²⁵⁸Vid. *supra.*, pp. 88 y ss..

A. Acreditantes.

175. Aunque en este estudio seguiremos manteniendo la identificación acreditantes/bancos, hay que tener presente que tal correspondencia, aunque válida en términos generales, tiene actualmente notables excepciones. Existen suministradores no bancarios de fondos: compañías de seguros norteamericanas, grandes empresas petroleras, conglomerados financieros e industriales japoneses, etc.²⁵⁹. No obstante, el análisis siguiente se centrará en los llamados eurobancos, pues ellos son los grandes protagonistas de los sindicatos en los que se organiza la parte acreditante del eurocrédito²⁶⁰.

Si los eurodepósitos son la materia prima del euromercado, para el desarrollo de una estructura tan compleja es preciso saber como manejar esa materia prima. Ahí fue donde el conocimiento financiero de la *City* londinense, primero, y de los bancos norteamericanos, después, se convirtió en un factor decisivo. El desarrollo del nuevo mercado está ligado íntimamente al conocimiento de las técnicas de financiación internacional adquirido por los bancos comerciales ingleses en el marco del comercio colonial. Fue este saber financiero el que permitió a instituciones como *Brown Shipley, Manufacturers Hannover Ltd.*, etc., dar el salto desde el *merchant bank's market* hasta el suministro de cifras enormes de recursos por medio de la sindicación bancaria. Entidades pioneras que, hasta bien entrados los años setenta, dominarían la escena eurocrediticia, antes de que el resto de la geografía bancaria internacional se percatase de que en el negocio tradicional -tomar prestado para conceder crédito- se había intercalado una nueva actividad: la administración de complejas estructuras sindicadas.

²⁵⁹ Así, en julio de 1991, *Grand Met*, una gran compañía inglesa del sector alimenticio y hostelero lideró una operación sindicada en su propio beneficio por importe de 4.000 millones de dólares. ¿El motivo?. Simplemente, ahorrarse alrededor de 6 millones de dólares norteamericanos en comisiones *Vid.*, E. HAGGER, "Grand Met snubs the syndicators", *Euromoney*, diciembre de 1991.

²⁶⁰ Sin embargo, como puede apreciarse con una simple ojeada a las estadísticas que evalúan la presencia de entidades activas en el euromercado crediticio, la actividad de estos nuevos participantes continúa siendo episódica y está muy lejos de cuestionar el oligopolio de los grandes bancos transnacionales. Según EUROMONEY, entre los organizadores de eurocréditos sindicados con porcentajes de negocio superiores al 2% de la actividad total, no hay ningún acreditante que no sea una entidad bancaria. Figuran como bancos más activos *J.P. Morgan, Chemical Bank, Citicorp, Banque de Indosuez* y *Lloyds Bank*. Por lo que al suministro de fondos respecta, según la misma fuente, también los cinco primeros calificados estadísticamente son bancos: *Dresdner Bank, CS First Boston/Credit Suisse, Commerzbank, Banque Nationale de Paris, Fuji Bank* *Vid.* EUROMONEY, *op. cit.*, pp. 59 a 61, esp., las tablas de la p. 61.

Hacia 1968, el mercado interbancario de eurodepósitos es ya una realidad. Ahogados competitivamente por las medidas reguladoras de la Reserva Federal, los grandes bancos norteamericanos no tienen más remedio que desembarcar masivamente en Londres. En 1973, cada una de las instituciones financieras estadounidenses de primera fila cuenta con una sucursal o una filial en la *City*. *First Chicago Ltd.*, *Citicorp International Bank Ltd.*, etc., recogerán el testigo de los bancos de negocios ingleses y aplicarán las técnicas y terminología propias de su mercado doméstico -p. ej. la sindicación como medio de reparto del riesgo, cláusulas *cross-default*, etc.- al mercado de créditos sindicados²⁶¹.

La implantación de estas grandes entidades en el euromercado se produce, en términos fundamentales, a través de la apertura de sucursales en los diferentes centros *off-shore*. Al contrario de la mayoría de las multinacionales, que prefieren actuar por medio de filiales con personalidad jurídica distinta y separada de la matriz, los bancos transnacionales operan por medio de sucursales. Ello es lógico si se tiene en cuenta que éstas son una simple extensión territorial de una misma persona jurídica, con lo cual la sucursal tiene detrás la garantía ofrecida por el prestigio y la solvencia patrimonial de la casa central. En este sentido, como afirma J.C. FERNÁNDEZ ROZAS, los bancos son multinacionales más por su actividad que por su estructura interna²⁶². Sin embargo, esta estrategia somete a las sucursales bancarias a un hipotético doble control: el de la autoridad monetaria del país de origen de la institución financiera y el de su homónima del país de recepción; aunque, estas últimas suelen establecer requisitos muy laxos en esta materia, precisamente para fomentar el desarrollo de un centro financiero internacional en su territorio.

176. Funcionalmente, el comportamiento de un eurobanco no difiere del de cualquier otra entidad financiera. Sus actividades consisten, básicamente, en intervenir para equilibrar la oferta y la demanda de recursos financieros; asegurar un grado adecuado de liquidez en el mercado y procurar un continuo suministro de información acerca de las tendencias de los precios. En ello, el mercado de eurodivisas no se diferencia de cualquier otro mercado financiero: a su través se produce un trasvase de los fondos provenientes del ahorro hacia la inversión²⁶³. ¿Cuál es, entonces la característica que dota al euromercado de singularidad dentro del sistema financiero internacional?. El euromercado es ejemplo típico de mercado *off-shore*: aquél que opera con fondos denominados en una moneda distinta de la que posee curso legal en el Estado en el cual la entidad depositaria está establecida²⁶⁴.

177. Tipológicamente, entre los suministradores de fondos destacan los bancos oficiales. En primer lugar, cabe mencionar a las entidades financieras instrumentalizadas por Organizaciones Internacionales: p. ej. el Banco de Pagos Internacionales. Estos bancos actúan en nombre propio o por cuenta de los Bancos Centrales de los Estados miembros de la Organización Internacional. En ese mismo grupo se encuentran los ya mencionados Bancos Centrales estatales, que participan básicamente en función de las necesidades de su tesorería. Centrado este estudio en el régimen propio de las relaciones financieras privadas internacionales, escapa al objeto del mismo toda la actividad propia de la cooperación financiera internacional, inscribible en el marco del llamado Derecho internacional económico²⁶⁵.

A los bancos oficiales le siguen en importancia las grandes entidades financieras privadas, que colocan fondos en nombre propio o por cuenta de sus clientes. Este último tipo de actividad de gestión es típica de los bancos suizos. En cualquier caso, lo relevante es que son instituciones de primer rango mundial, altamente sofisticadas. El proceso de depuración sufrido por el euromercado a partir de la Crisis de la Deuda de los P.V.D. apartó definitivamente de su seno a pequeños bancos, como los bancos regionales norteamericanos, que se habían acercado en busca de beneficios.

Los grandes bancos transnacionales están dotados de un gran poder negociador, no sólo en términos contractuales, sino también estratégicos. Su participación en operaciones eurocrediticias no se limita a razones de estricta naturaleza económica, sino que también hay en su motivación otra clase de imperativos, como el mantenimiento del propio prestigio: "hay que estar donde hay que estar"²⁶⁶.

²⁶¹En honor a la verdad, hablar de eurobanco en esta época puede resultar algo pretencioso. En general, la práctica de los bancos americanos se limitaba a establecer una centralita de teléfonos, terminal de télex, etc., en un despacho cercano al departamento de moneda extranjera de la sucursal o filial. El incremento de la competencia a fines de los años setenta, con la aparición de instituciones japonesas y europeas, hace crecer la autonomía y sofisticación a estas unidades, con fuertes inversiones en materia de infraestructura informática y personal especializado.

²⁶²Vid. J.C. FERNÁNDEZ ROZAS, *La banca extranjera...*, op. cit., p. 167.

²⁶³Vid. A. DUARTE y otros, *Micro y macroeconomía elemental*, Alicante, S.P.Univ., 1992, p. 204; F. MOCHÓN y otros, *Economía española 1964-1987. Introducción al análisis económico*, Madrid, Mc Graw-Hill, 1988, p. 87.

²⁶⁴Vid., P.S. SMEDRESMAN y A.F. LOWENFELD, *AEurodollars, Multinational Banks and National Laws*, *N.Y.U.L.R.*, n1 4, vol. 64, Octubre 1989, pp. 733 a 804.

²⁶⁵Ordenamiento que tiene como finalidad principal la organización de los intercambios económicos y financieros internacionales y cuyos destinatarios son los Estados y las Organizaciones internacionales. Vid. J.C. FERNÁNDEZ ROZAS y S. SÁNCHEZ LORENZO, *AEI Derecho del comercio internacional*, en AA.VV., *Derecho del comercio internacional*, Madrid, Eurolex, 1996, pp. 35 a 52, esp., pp. 42 y 43.

²⁶⁶Vid. P. EINZIG y B.S. QUINN, op. cit., p. 38.

B. El acreditado.

178. Los especialistas que se han acercado al eurocrédito centran su estudio en la parte acreditante²⁶⁷. Tal unilateralidad es más que posible que tenga explicación en la procedencia cultural de dichos especialistas. La gran mayoría de ellos proviene de los países exportadores de capitales e incluso se trata de personas muy vinculadas -léase, profesionalmente- a los principales bancos intervinientes en este tipo de operaciones.

Desde esta perspectiva, se suele argumentar que los riesgos -económicos y jurídicos- fundamentales del eurocrédito corren a cuenta de las instituciones financieras: usted tiene nuestro dinero, nosotros sólo un pedazo de papel. Por ello es comprensible que, ya desde la fase de negociación previa, se ponga el acento en la protección de los bancos frente a dichos riesgos. Según esta óptica peculiar, el papel del futuro acreditado debe limitarse, en la mayoría de los casos, a aceptar las condiciones fijadas por los eurobancos. Sin embargo, cuando se estudian las aportaciones -escasas, por cierto- que al tema han realizado autores procedentes de los países tomadores de recursos financieros, es fácil constatar como las preocupaciones son muy diferentes²⁶⁸.

11. El acreditado soberano.

179. En primer lugar, los orígenes y consolidación del eurocrédito están presididos por las necesidades financieras de los acreditados de naturaleza pública: Estados u otras entidades vinculadas al mismo, como entes territoriales subordinados, Bancos Centrales, empresas públicas, etc.. La presencia del acreditado soberano hace planear sobre el régimen internacional-privatista del eurocrédito toda la problemática referida a las inmunidades de D.I.Púb. y cuestiona la propia consideración del crédito sindicado denominado en euromonedas como relación privada internacional. De todo ello trataremos extensamente en otras secciones del presente trabajo²⁶⁹.

Simplemente resta, a este respecto, dedicar unas líneas a los acontecimientos históricos de principios de los años noventa que abren nuevas perspectivas de análisis, también esta vez no estrictamente privatistas, como los problemas de asunción de las deudas de los Estados en el caso de alteraciones en su base territorial: desaparición de la Unión Soviética; unificación alemana, separación de las Repúblicas Checa y Eslovaca; desintegración de Yugoslavia. El estudio de la dinámica del Estado pertenece al D.I.Púb. y, en consecuencia, en esta sede sólo se harán referencias puntuales a una problemática de la cual, cuando menos, conviene dejar constancia, como un ejemplo más sobre la complejidad del eurocrédito²⁷⁰.

21. El acreditado privado.

180. A mediados de los años ochenta, factores como el descenso en las necesidades de financiación en los países de la O.C.D.E.; el espectacular desarrollo del mercado de eurobonos y el incremento de la eficiencia de los mercados domésticos, espoleada por la propia competencia del euromercado, determinaron un desplazamiento generalizado de los acreditados de primer *rating* desde el sector eurocrediticio hacia otros mercados.

El espacio dejado por el acreditado tradicional fue cubierto por un acreditado privado, de nuevo cuño, sofisticado, que trae nuevas exigencias y necesidades. Como hemos visto, el eurocrédito sindicado se adapta a ellas, con transformaciones que

²⁶⁷Vid. E. CLARK y otros, *op. cit.*, pp. 410 y ss.; P. GABRIEL, *op. cit.*, pp. 115 y ss.; E. GOLDSMITH, *AUn mode...@, op. cit.*, pp. 344 y ss.; F. GRAAF, *op. cit.*, pp. 315 y ss.; J.O. GRABBLE, *op. cit.*, pp. 233 y ss.; L.B. GUTCHO, *ASyndicated Lending: Lead Banks and Syndicate Members@, I.B.L.*, vol 22, n1 3, 1994, pp. 131 a 135; R.H. RYAN JR., *AIInternational Bank Loan Syndications and Participations@, en R.S. RENDELL, International Financial Law, op. cit.*, pp. 15 a 30; P. WISEMAN, *ASyndicate Facilities@, en B. TERRY, International Finance and Investment, op. cit.*, pp. 257 a 296.

²⁶⁸Vid. G.V. SOLIVEN, "Syndicated Bank Credits: A Developing Country's Perspective", en D.G. PIERCE y otros (editores), *Current..., op. cit.*, pp. 326 a 349.

²⁶⁹Vid. *infra*, pp. 133 y ss..

²⁷⁰Un tratamiento excelente de esta cuestión puede consultar se en PH. WOOD, *op. cit.*, pp. 114 a 123.

facilitan la flexibilidad de las operaciones, dando origen a fórmulas híbridas como las ya citadas *RUFs*, *NIFs*, *MOFs*, en las que el crédito sindicado denominado en euromonedas cumple una función auxiliar, de respaldo o de alternativa²⁷¹.

²⁷¹*Vid. supra*, pp. 37 y 38.

La condición privada del acreditado implica una diferencia importante en la configuración del eurocrédito. Si cuando el solicitante de fondos es una persona jurídico-pública la inexigencia de garantías es la regla a seguir; en el caso de la empresa privada lo es su exigencia. Entendida la relación de garantía como un negocio jurídico autónomo respecto del contrato de eurocrédito cuya efectividad pretende asegurar, en este trabajo no nos ocuparemos específicamente de la misma, lo que no es obstáculo para que, puntualmente, se realicen referencias a su tipología y a su incidencia en el régimen internacional-privatista del contrato²⁷².

Finalmente, siempre hay que tener presente que estamos ante una relación jurídica internacional y las obligaciones típicas del acreditado no tienen por qué ser -y de hecho no lo son- las mismas en todos los ordenamientos. Baste recordar, como ejemplo extremo de este particularismo, la doctrina coránica de la *riba* o prohibición de prestar dinero con intereses²⁷³ propia del Derecho musulmán. Una vez más, el instrumental del D.i.pr. aparece como un pilar sustentador del proyecto contractual de las partes.

IV. PRINCIPIOS DE REGULACIÓN.

181. Se ha dicho -y con razón- que el D.i.pr., en general, pero muy especialmente en materia contractual, debe estar al servicio de la regulación material y de la dimensión funcional de las instituciones sobre las que proyecta sus proposiciones jurídicas²⁷⁴.

Debido a su atipicidad, en el eurocrédito no hay más regulación material que la construida por las partes y de ella se deducen claramente dos principios básicos: el principio de individualidad o separación de la participación (1.) y el principio de igualdad o no discriminación entre acreedores (2.). Ambos aparecen como irrenunciables para que el eurocrédito cumpla con su función como principal plataforma de liquidez internacional y, por tanto, como condicionantes de todo su régimen de D.i.pr..

1. LA SINDICACIÓN Y EL PRINCIPIO DE INDIVIDUALIDAD O SEPARACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN.

182. El crédito sindicado es una figura que, al margen de que pueda o no ser calificada como novedosa, es preciso reconocer que altera los presupuestos subjetivos habituales de la relación crediticia²⁷⁵. En una operación de corte tradicional, solemos encontrarnos con un acreditante singular, que concede crédito a un acreditado, también singular. Por contra, en el eurocrédito sindicado, un amplio número de acreditantes pone fondos a largo plazo a disposición de un acreditado.

Resulta obvio que los bancos no se organizan en estructuras colectivas sindicadas para estrechar lazos entre colegas, ni para compartir conocimientos. Hay que tener en cuenta que se trata de entidades financieras de primer rango, cuya principal pauta de comportamiento y regla de supervivencia es la competencia internacional. Sin embargo, la experiencia demuestra que los sindicatos tienden a mantenerse más o menos estables, a lo largo de dilatados períodos de tiempo. Los hábitos desarrollados a partir del trabajo en común y la similitud de criterios de análisis han desembocado en la existencia de una suerte de código tácito de reciprocidad entre organizadores y participantes. ¿Donde radica la lógica de este comportamiento que impulsa a la colaboración interbancaria?. A mi modo de ver, no hay una respuesta única sino múltiple a esta interrogante.

183. En primer lugar, la sindicación es expresión de un fenómeno más amplio cual es el de la internacionalización creciente de la actividad bancaria²⁷⁶. Ello ocasiona una importante mutación en la concepción del negocio financiero que implica la sustitución del contexto bancario doméstico tradicional por un contexto internacional. No se trata de la simple expansión geográfica de la banca de un determinado país, sino del desarrollo de un nuevo modelo de actividad que opera sobre bases universales para aprovechar determinadas ventajas específicas. Entre otras, destacan las que ofrecen los llamados "paraísos fiscales" y las derivadas de la operativa en determinadas divisas o del escaso desarrollo de algunos mercados domésticos, incapaces de satisfacer la demanda de ciertos instrumentos financieros. Sin embargo, pese a que la dinámica económica les empuja a ello, no todos los bancos poseen los medios, el prestigio y los conocimientos suficientes para actuar en el gran mercado

²⁷² Vid. *infra*, p. 295 y ss..

²⁷³ Vid. T. HASSAN, "Islamic Banking and Finance", en D.G PIERCE y otros, *Current Issues...*, pp. 93 a 209.

²⁷⁴ Vid. MIGUEL VIRGÓS SORIANO, "Obligaciones contractuales", cap. III de la obra colectiva *Derecho internacional privado. Parte especial*, 60 ed. rev., Madrid, Eurolex, 1995, pp. 144 a 207, esp., p. 159.

²⁷⁵ Aunque algún autor ha encontrado antecedentes remotos de operaciones sindicadas en las prácticas bancarias alemanas anteriores a la I Guerra Mundial, existe un acuerdo general en señalar que los orígenes de la sindicación, como operación financiera, hay que buscarlos en el mercado crediticio estadounidense de finales de los años cincuenta y principios de los sesenta. Su verdadera expansión coincide con la consolidación del euromercado, a principios de la década de los setenta, y el subsiguiente florecimiento de sucursales bancarias norteamericanas en Londres. Las entidades financieras estadounidenses toman conciencia de las superiores ventajas que la organización de sindicatos posee sobre la propia participación directa y, aprovechando su experiencia interna en el montaje de estas operaciones, prácticamente toman la *City* londinense. Vid. PH. WOOD, *Law and Practice of International Finance*, Londres, Sweet&Maxwell, 1980, p. 256; F. VARELA PARACHE, *Eurodólares*, Madrid, Guadiana de Publicaciones, 1969, p. 33.

global por si mismos²⁷⁷. De ahí que, el participar en una operación sindicada internacional, constituya una de las fórmulas menos gravosas con las que una entidad financiera cuenta para intervenir en los mercados internacionales. Ello permite el acceso al euromercado de los "bancos de segunda línea", los cuales contactan así con las entidades punteras en estos ámbitos -lo cual supone la difusión del saber financiero poseído por los líderes eurobancarios- y con acreditados de solvencia internacionalmente reconocida.

En segundo lugar, para los bancos de "primera fila" (*prime rate banks*), su integración en el sindicato es percibida como una doble fuente de beneficios. De un lado, los hipotéticamente alcanzables por el cobro de los intereses imputables al crédito; de otro, los dimanantes de la percepción de un amplio espectro de comisiones que el acreditado tiene que satisfacer por diversos conceptos: organizar el sindicato (*management fee*), asegurar una cuota de participación en la fase de sindicación (*underwriting fee*), actuar como Banco Agente (*agent fee*), simple aportación de capitales (*commitment fee*), etc.. Si la simple participación en el eurocrédito puede reportar un beneficio -vía intereses- a cambio de correr unos riesgos relativamente aceptables, la integración en el grupo de entidades organizadoras de la operación genera, ya de por sí, unos ingresos -vía comisiones- nada despreciables, teniendo en cuenta que su cuantía se fija en forma de porcentaje sobre el importe del eurocrédito.

²⁷⁷ Lógicamente, no cualquier banco está en condiciones de liderar una estructura que puede llegar a agrupar a más de cien entidades de muy distinta procedencia geográfica y de muy variadas culturas financieras. Según algunas estimaciones, existen más de mil bancos que declaran haber participado alguna vez en una operación sindicada internacional, si bien el número de instituciones financieras realmente activas no supera las cien y las que poseen el prestigio y los conocimientos precisos para organizar sindicatos no pasan de la treintena. Vid. J.P. MATTOU, *op. cit.*, pp. 191 y ss..

En tercer lugar, y esto resulta definitivo a efectos del presente estudio, las operaciones eurocrediticias pueden ser calificadas, también desde un punto de vista financiero, como transacciones de alto riesgo. Riesgo que, básicamente, proviene de lo elevado de los importes habitualmente manejados en el mercado de eurocrédito. El montante medio de un eurocrédito sindicado se mueve en un arco que va desde los 200 a los 500 millones de dólares americanos; aunque también existen operaciones de mucho mayor calado -los denominados *jumbo loans*- que superan con creces los 1.000 millones de dólares USA²⁷⁸.

Ante tales sumas, las reglas de prudencia financiera desaconsejan, los hechos impiden, o incluso la leyes aplicables en materia de control de riesgo pueden prohibir, que una sola entidad financiera se comprometa a facilitar el importe total solicitado por el acreditado. La respuesta de la práctica frente a estos desafíos es la sindicación de la operación; es decir, el reparto del riesgo de la operación entre los distintos bancos integrantes de una peculiar estructura asociativa denominada sindicato.

184. Explicada su lógica, cabe ahora caracterizar al sindicato (*syndicate, pool*) de acreditantes. Se trata de una estructura colectiva que agrupa a una pluralidad de entidades financieras que se comprometen, a título individual, pero bajo unas mismas condiciones económicas y jurídicas, a proporcionar recursos crediticios a un mismo acreditado²⁷⁹.

Cada banco decide -a partir de que acepta la invitación de la entidad encargada de organizar el sindicato (Banco Líder u Organizador, *Lead Bank* o *Manager Bank*)- entablar una relación singular como acreditante del solicitante de fondos. La relación de este modo establecida constituye su participación en el eurocrédito. Esta entraña, desde el punto de vista de la entidad acreditante, la obligación de proporcionar los fondos prometidos y el derecho a que éstos le sean devueltos, al vencimiento del crédito, así como a que le sean satisfechos los intereses, gastos y comisiones correspondientes.

El sindicato se configura, así, como una fórmula de cooperación entre entidades acreditantes, cuya finalidad principal es la distribución del riesgo de crédito. Por lo que a la intención de las partes respecta, el sindicato carece de personalidad jurídica distinta y separada de la de sus integrantes. Un banco participante en un eurocrédito sindicado no se ve a sí mismo como socio de una sociedad mercantil *sui generis*, que concede financiación a un determinado acreditado, sino como un integrante más de un conjunto de acreditantes que conceden créditos a título individual. Consecuentemente, el sindicato no es un sujeto de derechos y

²⁷⁸Vid. E. CLARK, M. LEVASSEUR y P. ROUSSEAU, *International Finance*, Londres, Chapman & Hall, 1993, p. 410; PH. WOOD, *Law and Practice of International Finance*, vol. 3, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, Londres, Sweet&Maxwell, 1995, pp. 5 y 6.

²⁷⁹Conviene, en este punto, realizar una breve precisión terminológica, para diferenciar lo que G.A. PENN califica como sindicato en sentido estricto (*true syndication*) y otras figuras afines como los convenios de participación (*participation agreements*). El verdadero sindicato es aquel que integra a una pluralidad de bancos que, a título individual, conceden créditos a un acreditado común bajo unas mismas condiciones jurídicas y financieras. Por contra, en el denominado *participation agreement* no hay pluralidad subjetiva inicial, sino que un único Banco concede un crédito y, posteriormente, distribuye participaciones en esa operación entre otras entidades financieras. Vid. G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 118 y 119. Sin embargo, es un error bastante común referirse a estas últimas formas como una modalidad de indirecta de sindicato (*indirect syndicate*) o sindicato *a posteriori*. Vid. CH. AMESTI MENDIZÁBAL, *op. cit.*, pp. 242 y 243; P. GABRIEL, *op. cit.*, pp. 115 y ss; F. GRAAF, *op. cit.*, pp. 312 y 313; H.R., RYAN JR., *op. cit.*, pp. 22 y 23. La confusión surge, probablemente, del hecho de que, en la mayoría de los sindicatos acreditantes -en sentido estricto-, se permite a los intervinientes transmitir total o parcialmente su participación en el eurocrédito a otras entidades financieras, sean éstas últimas parte en el contrato original o no.

obligaciones y son sus miembros, y no él, como entidad distinta, los verdaderos sujetos acreditantes.

Y no puede ser de otro modo. Para que la sindicación sea un mecanismo efectivo frente a la concentración excesiva del riesgo que los importes del eurocrédito suponen, se impone la independencia de las participaciones. Es decir, la propia lógica de la sindicación requiere que el ejercicio de todos los derechos y el cumplimiento de todas las obligaciones inherentes a la participación no estén condicionados, en modo alguno, al ejercicio o al cumplimiento de los derechos y obligaciones del resto de los participantes en el sindicato²⁸⁰. Resulta así justificada la generalizada opinión de que un contrato bien redactado debe incorporar, como fórmula estándar, una cláusula en la que los acreditantes manifiesten, con meridiana claridad, la ausencia de solidaridad entre los miembros del sindicato, la carencia de personalidad jurídica de éste y el carácter mancomunado de la responsabilidad contraída por los acreditantes²⁸¹.

El riesgo que se corre, de no incorporar tal cláusula, o de redactarla defectuosamente, quedó patente en el caso *Crédit Français International, S.A. v. Sociedad Financiera de Comercio. C.A.*²⁸², en el cual, en contra de todas las opiniones de los prácticos y teóricos del euromercado, el tribunal afirmó el carácter societario del sindicato acreditante: "...the lending syndicate of banks may properly be construed as a joint venture"²⁸³. Y las críticas, como vamos a ver, no carecen de fundamento, tanto desde la perspectiva teórica cuanto desde el punto de vista de la voluntad de las partes.

185. En el plano teórico, cualquiera que sea el marco jurídico utilizado como referencia para calificar al sindicato, su consideración societaria parece poco adecuada. A la luz de nuestro Derecho, el concepto Asindicato® -utilizado más frecuentemente para referirse a estructuras asociativas de defensa de intereses sociales, económicos o políticos comunes- aparece como una figura atípica, inscribible en la vasta categoría de las fórmulas de colaboración interempresarial de base contractual. No responde a ninguna de las categorías asociativas análogas legalmente definidas como la sociedad, el consorcio, la asociación o el contrato de cuentas en participación²⁸⁴.

Ello es así porque, en realidad, no se trata más que de la traducción literal del término inglés *syndicate*. En el contexto eurocrediticio, dicho término no es empleado en un sentido jurídico estricto, sino económico: el sindicato no es más que un artificio para la distribución de riesgos entre las entidades participantes. El sindicato aparece, pues, como una unidad económica de acción, pero no una unidad en sentido jurídico. Consecuentemente, no existe solidaridad entre los acreditantes respecto del acreditado, sino un haz de relaciones contractuales independientes, instrumentadas en un mismo documento, por razones evidentes de economía²⁸⁵.

Pero es que, a mi modo de ver, ni siquiera manejando los conceptos propios del Derecho anglosajón, la calificación ofrecida por el Tribunal Supremo de Nueva York es correcta. En el caso concreto, el tribunal resolvió que la estructura colectiva bancaria debía ser considerada como una especie societaria propia del *common law*: la denominada *joint venture*. A dicha conclusión pueden oponerse dos argumentos críticos. Primero, porque, una de las notas características de la *joint venture* es el mantenimiento de la independencia jurídica de las empresas participantes²⁸⁶, circunstancia que se cohonestaba mal con la atribución *in casu* de personalidad jurídica propia al sindicato. Segundo, porque, aún admitiendo que el tribunal se moviese dentro de los

²⁸⁰Vid. J.B. BLAISE y PH. FOUCHARD, "Valeur juridique de la syndication", en *Les Euro-crédits...*, *op.cit.*, p. 155.

²⁸¹Un ejemplo de ellas, nos lo ofrecen G.A. PENN y otros, *op. cit.*, p. 138: *The rights and obligations of each Bank under this Agreement are several to the intent that: (a) failure of a Bank to carry out its obligations under this Agreement shall not relieve any other party hereto of any of its obligations hereunder, (b) no Bank shall be responsible for the obligations of any other Banks or Agent hereunder, and each bank, subject as expressly stated herein, exercise its rights and pursue its remedies hereunder independently of the Agent and the other Banks*. En la práctica española, vid. J.V. MUÑOZ VILLALÓN, "La hipoteca en garantía de los préstamos sindicados", en AA.VV., *Jornadas sobre tipos especiales de garantía hipotecaria*, Madrid, C.E.R., 1993, pp. 176 a 209, esp., p. 188.

²⁸²Sentencia del Tribunal Supremo de Nueva York en el caso *Crédit Français International, S.A. v. Sociedad Financiera de Comercio. C.A.* 3491/84 490 NYS 2d 670 (*Sup. Ct. NY*. 1985). *Crédit Français International (CFI)*, banco francés, planteó ante el Tribunal Supremo (*Supreme Court*) de Nueva York una demanda contra *Sociedad Financiera de Comercio (SFC)*, institución financiera venezolana, para recuperar dos millones de dólares que constituían la participación de CFI en un crédito sindicado por total de veinticinco millones de dólares, concedido a SFC por un sindicato bancario internacional. Debido a la imposición de medidas restrictivas de control de cambios por parte del gobierno venezolano, el acreditado incurrió en impago de intereses y argumentó en su defensa que el demandante no estaba legitimado para interponer una reclamación contra él, puesto que no representaba al sindicato y ni siquiera poseía una participación mayoritaria en el mismo.

²⁸³*Vid.*, entre otros, AURIOLES MARTÍN, *Créditos sindicados con interés variable*, Barcelona, PPU, 1987, pp. 133 y 134; CH. AMESTI MENDIZÁBAL, *op. cit.*, pp. 243 a 245; M0.T. DE GISPERS PASTOR, *op. cit.*, p. 71; F.J. GÓMEZ-REY, *op. cit.*, pp. 49 ss.; J.P. MATTOU, *op. cit.*, p. 234.

²⁸⁴*Vid.* CH. AMESTI MENDIZÁBAL, *op. cit.*, pp. 243 a 245; A. AURIOLES MARTÍN, *op. cit.*, pp. 133 y 134; M0.T. DE GISPERS PASTOR, *op. cit.*, pp. 49 y ss.; F.J. GÓMEZ-REY, *op. cit.*, pp. 49 ss.

²⁸⁵*Vid.* J.P. MATTOU, *op. cit.*, p. 228; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, p. 137; C. PUHR, "L'organisation bancaire des euro-crédits, la pratique de la syndication, la constitution du syndicat", en *Les Euro-crédits*, París, Librairies Techniques, 1981, p. 107; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, p. 45; PH. WOOD, *op. cit.*, p. 256.

²⁸⁶*Vid.* F. ESTEBAN DE LA ROSA, "La joint venture internacional", en AA.VV., *Derecho del comercio internacional*, *op. cit.*, pp. 263 a 271, esp., pp. 263 y 264 y bibliografía allí citada.

perfiles difusos de la *joint venture*, la calificación no sería internacionalmente adecuada, puesto que, con esa decisión, el órgano juzgador pondría en peligro la funcionalidad de la operación eurocrediticia al cuestionar uno de sus principios reguladores - individualidad o separación de la participación- y apartarse claramente de la voluntad de las partes y las prácticas del sector; referentes ambos de indispensable observancia para ofrecer una solución respetuosa con la ambientación internacional del contrato.

186. En el plano de la voluntad de los contratantes, del lado de los acreditantes, como se acaba de ver, su intención es construir un entramado relacional que adose los créditos que cada entidad ha concedido individualmente al acreditado.

Cada banco se contempla a sí mismo como concedente de un crédito singular, de modo que sólo él responde del cumplimiento de sus obligaciones derivadas del contrato y, consecuentemente, tampoco tiene por qué hacer frente a un posible incumplimiento de otro banco integrante del sindicato.

En la percepción del acreditado, el sindicato es su contraparte en el eurocrédito; si bien es consciente de que la sindicación se traduce en una obligación de carácter mancomunado, en la que cada banco asume una posición jurídica individual e independiente de la de los demás. En palabras de la profesora M⁰.T. DE GISPERT PASTOR, el sindicato es titular de una obligación colectiva con unidad de prestación, no obstante el carácter mancomunado y no solidario de dicha obligación²⁸⁷.

Como cierre a estas líneas, cabe constatar que la mayoría de los especialistas están de acuerdo en que, tal y como la cláusula de independencia de las participaciones viene redactada actualmente, es muy difícil que el precedente sentado en *Crédit Français* sea seguido por la jurisprudencia inglesa²⁸⁸.

²⁸⁷ Vid. M⁰.T. DE GISPERT PASTOR, *op. cit.*, p. 45. En el mismo sentido, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, *Los préstamos y créditos sindicados con interés variable*, en A.L. CALVO CARAVACA y otros, *Contratos internacionales*, Madrid, Tecnos, 1997, pp. 864 a 902, esp., p. 866.

²⁸⁸ Vid. L.B. GUTCHO, *op. cit.*, p. 131; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 138 y 139 y bibliografía allí citada.

2. PRINCIPIO DE IGUALDAD ENTRE ACREDITANTES.

187. Nadie estaría interesado en participar en una operación en la cual sus obligaciones están homogeneizadas con las del resto de participantes si, por contra, sus legítimos intereses pueden verse postergados. A estos efectos, el clausulado contractual procura que el acreditado no pueda ni voluntaria ni involuntariamente discriminar a un banco respecto de sus copartícipes en materia de pagos (*sharing clause*), concesión de garantías (*negative pledge clause*), prelación de créditos (*pari passu clause*), posible insolvencia o incumplimiento contractual (A.).

La igualdad de trato o la interdicción de discriminación entre acreditantes se presenta, así, como el otro principio regulador del eurocrédito sindicado. En afortunada expresión acuñada por la práctica del euromercado: *ASame paper, same treatment*²⁸⁹. Por tanto, el desarrollo de la operación precisa de unas reglas que mitiguen los efectos disgregadores de la ausencia de solidaridad entre acreditantes no sólo en las relaciones entre éstos y el acreditado, sino también en el ámbito de la toma de decisiones en el seno del sindicato (B.).

A. Cláusulas que aseguran el principio de igualdad de trato.

188. Contemplando las obligaciones del acreditado, cláusulas como la de distribución de pagos a prorrata (*sharing clause*) (11.), de equiparación de rango de deudas (*pari passu covenant*) y de interdicción de constitución de cargas discriminatorias (*negative pledge covenant*) (21) le obligan a respetar el principio de igualdad o no discriminación entre acreditantes. Por otra parte, la cláusula de incumplimiento cruzado y simultáneo (*cross default*) garantiza la igualdad de los acreditantes ante un eventual el incumplimiento del acreditado (31).

De esta forma, la asunción de deudas, la constitución de cargas o el incumplimiento de sus obligaciones por parte de este último, no disgregan sus efectos en un haz de relaciones individuales, sino que se canalizan unitariamente a través del Banco Agente y afectan a todos los miembros del sindicato, en proporción a su participación.

11. La intervención del Banco Agente y la cláusula de proporcionalidad (*sharing clause*).

189. La ausencia de solidaridad en las relaciones *ad intra* sindicato no está en contradicción con el nombramiento de un acreditante como mandatario del resto de integrantes del sindicato. La composición pluripersonal del sindicato y el carácter personal e independiente de la obligación de cada uno de sus integrantes hacen necesario precisar quienes son los sujetos legitimados para realizar y recibir las prestaciones debidas. En este sentido, la interposición del Banco Agente es una necesidad y una exigencia de la administración de una operación en la que pueden estar implicadas más de una treintena de entidades financieras, repartidas por toda la geografía bancaria internacional. Consecuentemente, el contrato obliga a las partes a canalizar el cumplimiento de sus obligaciones a través del encargado de la gestión del eurocrédito.

La inobservancia de este conducto funcional produce distintas consecuencias según las características de la obligación incumplida y las circunstancias personales del infractor. Cuando es un acreditante quien elude la intermediación del Banco Agente, no parece que de ahí se sigan consecuencias perjudiciales para el resto de participantes, dada la independencia de relaciones; ni para el acreditado que, en definitiva, habrá recibido la aportación. Por contra, cuando es el acreditado quien no se atiene al mecanismo contractualmente previsto -entregando las cantidades directamente a algún acreditante y sin la intervención del Banco Agente- ello entraña el riesgo de un trato discriminatorio, pues el acreditado puede privilegiar a determinadas instituciones y preterir a otras.

La respuesta de la práctica contractual es la inclusión de la denominada cláusula de proporcionalidad o prorrato (*sharing clause*), auténtica piedra de toque de la estructura sindicada. Esta obliga a cualquier acreditante -incluido el Banco Agente- a distribuir, entre el resto de miembros del sindicato y en proporción al importe adeudado a cada uno, toda cantidad percibida del acreditado, siempre que la misma tenga su origen en la ejecución del contrato eurocrediticio. El carácter parciario o independiente de las participaciones de los bancos, manifiesto desde el punto de vista del cumplimiento de sus obligaciones y necesario para la división del riesgo, queda así atenuado, desde la perspectiva del ejercicio de sus derechos, por un principio de igualdad de trato, reflejo de la naturaleza cooperativa del eurocrédito sindicado.

La *sharing clause* ha sido una de las cláusulas contractuales que más han acusado los avatares históricos que, desde sus orígenes hasta nuestros días, han sacudido al euromercado y, especialmente, al crédito sindicado denominado en euromonedas.

A principios de la andadura del eurocrédito, la práctica más común consistía en incluir una cláusula muy simple, en la cual el acento se ponía en la corrección del desequilibrio en los pagos realizados por el acreditado; es decir se atendía fundamentalmente al riesgo de que un banco recibiera un ingreso superior al que le correspondería²⁸⁹. Sin embargo, a medida que determinados acontecimientos ponían de manifiesto las carencias de los contratos redactados en la proto-historia del eurocrédito, las cláusulas han ido ganando en complejidad. La invasión de la embajada de los Estados Unidos, en noviembre de 1979, por manifestantes iraníes y la Guerra de las Malvinas entre el Reino Unido y Argentina marcaron un hito en la evolución de la *sharing clause*²⁹⁰.

190. El 4 de noviembre de 1979, como respuesta a la toma de 66 rehenes estadounidenses, el presidente J. Carter dio orden de congelar todos los activos y propiedades del gobierno de Irán que estuviesen en manos de entidades de crédito

²⁸⁹P. GABRIEL, *op. cit.*, p. 182, nos ofrece un ejemplo de estas auténticas reliquias: "*Any imbalance of payments made by the Borrower should be shared pro-rata among the banks*".

²⁹⁰Vid. C.R. BROWN, "Sharing Strains on Euromarket Syndicates", *I.F.L.R.*, n1 4, 1982, pp. 34 a 36; R.S. SIMMONS, "The hostage crisis: Its impact on international financial law", en R.S. RENDELL (edit.), *International...*, pp. 189 a 200, esp., pp. 199 y 200; PH. WOOD, *ASharing Clauses in Syndicated Loan Agreements*, en D.G. PIERCE y otros, *Current Issues...*, *op. cit.*, pp. 278 a 290.

estadounidenses. En el ínterin, *Chase Manhattan Bank* procedió a compensar, con los depósitos iraníes que tenía en su poder, ciertas cantidades que, en su calidad de miembro de un sindicato de acreditantes, le eran debidas. Otros participantes en la misma operación no tuvieron, por contra, posibilidad de recurrir a la compensación y solicitaron al Banco Agente que aplicara la *sharing clause*, a efectos de que *Chase Manhattan Bank* prorrateara el importe que había obtenido. Ante el requerimiento del Banco Agente, *Chase Manhattan* se negó a compartir las sumas obtenidas, argumentando que, dado el tenor literal de la redacción tradicional de la *sharing clause*, sólo estaría obligada a ello en el caso de que se hubiera producido un "pago excesivo" por parte del gobierno de Irán, pero que, en el caso concreto, tal exceso no existía sino que el banco había procedido a compensar, estrictamente, lo que se le adeudaba.

A partir de ese momento, se comprendió la necesidad de incrementar la protección del conjunto de los miembros del sindicato frente a las actuaciones insolidarias de un participante, especialmente, de aquellos más poderosos, los cuales suelen contar con la garantía adicional de retener en su poder activos del acreditado. Los bancos participantes de tipo medio, perjudicados por casos como el anteriormente relatado, insistieron en la necesidad de someter a la regla del prorrateo a cualquier tipo de ingreso percibido por un miembro del sindicato que trajera su causa del cumplimiento de las obligaciones del acreditado. En consecuencia, la *sharing clause* pasó de ser un instrumento de simple corrección de errores aritméticos a constituirse en el pilar sustentador del principio de igualdad en el eurocrédito sindicado²⁹¹.

191. Un segundo acontecimiento histórico volvió a dirigir todas las miradas hacia la cláusula que estamos examinando: la crisis de las Malvinas. Tras el estallido de la guerra, los acreditados argentinos notificaron a sus acreedores crediticios que continuarían cumpliendo las obligaciones asumidas frente a todos los miembros de los sindicatos a los que recurrieron para obtener financiación. Y así lo hicieron salvo, claro está, respecto de las entidades de crédito británicas. Los capitales adeudados a los bancos del Reino Unido se depositaron en una cuenta vedada al acceso de los citados acreedores. Lógicamente, los bancos británicos invocaron la *sharing clause* frente al resto de participantes en sindicatos acreditantes cuyos derechos de crédito frente a los acreditados argentinos sí que habían sido satisfechos puntualmente. La mayoría de los bancos hizo honor a su compromiso de solidaridad, pero los bancos franceses alegaron la aparición de circunstancias de fuerza mayor para negarse a distribuir lo cobrado. Tras unas tensas negociaciones, se acabó por reconocer que, pese a la oposición del acreditado a que los fondos fuesen a parar, de alguna forma, a los bancos ingleses, el acuerdo de sindicación obligaba al resto de entidades a prorratear sus ingresos de conformidad con la *sharing clause*.

192. La crisis de las Malvinas puso de manifiesto una debilidad clave de la *sharing clause*: el prestatario no tiene nada que ver con el pacto de proporcionalidad en el reparto de los pagos, que sólo afecta a los bancos sindicados. La solución pasó por incorporar una declaración del acreditado en el sentido de asentar a lo dispuesto en la *sharing clause* y su elusión pasó a ser calificada como un supuesto de resolución técnica del contrato (*event of default*). De este modo, los pagos o cualquier otro tipo de ingreso obtenido por cualquier participante en el sindicato, proveniente del acreditado, se entienden imputados al sistema de distribución previsto en dicha cláusula.

²⁹¹Un ejemplo de redacción de la cláusula en este estadio evolutivo intermedio puede ser el siguiente: "*If the Borrower pays any amount payable by it hereunder direct to a bank otherwise than in accordance with sub-clause-above and as a result such bank receives a greater payment than it would have been entitled to have received under sub-clause-above such bank shall promptly distribute the same in compliance with sub-clause-above*". *Vid.* C.R. BROWN, *op. cit.*, p. 35.

A partir de los acontecimientos relatados, las cláusulas ganaron en complejidad y diversificación -cláusulas de distribución (*distribution method*)²⁹² y de participación (*participation method*)²⁹³- e incluso se lanzaron alternativas al método tradicional de solidaridad, vía *sharing clause*, propugnando su sustitución por fórmulas como el *trust*²⁹⁴. Pese a esta creciente sofisticación, la *sharing clause* sigue estando plagada de dificultades prácticas y jurídicas espinosas que sobrepasan, incluso, la imaginación y la pericia de los ingenieros jurídicos y financieros que construyen el eurocrédito sindicado²⁹⁵.

193. Por lo que al *participation method* se refiere, el mismo presenta la ventaja de prescindir del Banco Agente en el proceso de transferencia de participaciones, pero tiene la dificultad de añadir los riesgos económicos y jurídicos derivados de dicho proceso²⁹⁶.

El llamado *participation method* recurre al mecanismo de la transferencia de participaciones como variante de las técnicas de distribución tradicionales. Simplemente, se establece la obligación del banco que percibe cualquier suma proveniente del acreditado, en mayor proporción que otros bancos, de adquirir una participación en la cuota de eurocrédito suscrita por el o los bancos impagados o satisfechos sólo parcialmente, hasta asegurar un reparto proporcional de los activos percibidos entre todos los participantes en el sindicato.

194. Finalmente, el carácter genuinamente anglosajón del *trust* dificulta sobremanera su incorporación en una operación fuertemente internacionalizada como el eurocrédito. La interposición de esta institución en el esquema del eurocrédito sindicado posee la indudable virtud de separar claramente el patrimonio del encargado de la gestión o *trustee* (Banco Agente) del *corpus* o patrimonio del *trust* (pagos provenientes del acreditado). Con ello se pueden afectar todas las sumas procedentes del acreditado a la finalidad del *trust*: distribuir las entre los beneficiarios del mismo (Bancos Participantes).

Sin embargo, las partes contratantes, sobre todo las encuadradas en la familia jurídica del llamado Derecho civil o

²⁹²Un ejemplo de cláusula conocida como *distribution method*, es el que sigue: "If any Bank (the Sharing Bank) at any time shall obtain (whether by way of voluntary or involuntary payment by virtue of its legal rights, including -but not limited to- the right of set-off, or otherwise which any such case results in a reduction of any sum owing by the Borrowers to the Banks) a greater proportion in respect of its share received by the Bank or Banks obtaining the smallest proportions thereof (which for the purposes shall be deemed to include a nil receipt) (the amount of the excess being herein called the Excess Amount), then: i). The Sharing Bank shall apply to the Agent an amount equal to the Excess Amount whereupon the Agent shall notify the Borrower of such amount and of its receipt by the Agent. ii). The Agent shall treat such payment as if it were a payment by the Borrower on account of the sum owed to the Banks aforesaid and distribute the sum accordingly; iii) as between the Borrower and the Sharing Bank the Excess Amount shall be treated as not having been paid, whilst as between the Borrower and each Bank it shall be treated as having been paid to the extent received by such a Bank". Ejemplar facilitado por el profesor PHILLIP WILLIAMS, *vid. supra.*, p. 12, nota n1 30.

²⁹³Un ejemplo simple de estas fórmulas es el siguiente: "If any Bank at any time shall obtain total or partial payment of any amount hereunder by exercising a right of set-off, banker's lien or counterclaim, such Bank shall for with purchase from the others such participation in the loan made by such other Banks as shall be necessary to cause such purchasing Bank to share such amount ratably with such other Banks". *Ibidem*.

²⁹⁴Como alternativa de fondo a la *sharing clause* no han faltado intentos de aplicar al eurocrédito sindicado la figura del *trust*. La fórmula consiste en constituir un *trust* en cuyo patrimonio (*corpus*), distinto y separado tanto del de sus beneficiarios (Bancos Participantes) cuanto del de su administrador o *trustee* (Banco Agente), se integrarán las sumas entregadas por el acreditado, al efecto de su reparto proporcional entre los miembros del sindicato. Sobre el *trust* *vid.*, entre otros, E. ANDREOLI, *Il trust nella prassi bancaria e finanziaria*, Padua, Cedam, 1998; M0. A. ASIN CABRERA, *La ley aplicable al Trust en el sistema de Derecho internacional privado español*, R.G.D., vol. 46, 1990, pp. 2.089 a 2.120; M. CHECA MARTÍNEZ, *El trust angloamericano en el Derecho español*, Madrid, McGraw-Hill, 1998; C. GONZÁLEZ BEILFUSS, *El trust. La institución anglo-americana y el Derecho internacional privado español*, Barcelona, Bosch, 1997; V. SALVATORE, *Il trust. Profili di Diritto internazionale e comparato*, Padua, Cedam, 1996.

²⁹⁵Las fórmulas tradicionales siguen sin dar respuesta a diversas interrogantes planteadas por la práctica. Así, imaginemos que un mismo banco, "B", es parte en dos sindicatos, "S" y "S1", que concedieron sendos eurocréditos a un mismo acreditado, "A", lo cual no es infrecuente. El importe de cada operación es de 100 millones de dólares y la participación de B en cada una es de 20 millones, correspondiendo la prioridad temporal al crédito concedido por el sindicato S. Además, B es el banco habitual de A, por lo que tiene en su poder depósitos de éste por valor de 20 millones de dólares. Declarado el incumplimiento del acreditado, el banco B tiene derecho a compensar la deuda que el acreditado tiene contraída con él, pero surge el problema de determinar con cual de los dos sindicatos deberá compartir lo compensado. En principio, como el sindicato S se formó primero parece que lo lógico es conferir virtualidad a la *sharing clause* inserta en éste, pero no tiene por qué ser así. Todo dependerá de la decisión de B. Si aplica la compensación a las cantidades que A le adeuda como acreditado en el sindicato S, los bancos participantes en S1 no tendrán acceso a los activos recuperados y viceversa. También podría combinar ambas deudas y prorratear con ambos sindicatos. Evidentemente, desde un punto de vista estrictamente económico, todo dependerá de la participación de B en S y en S1: en el caso expuesto, a B le es indiferente repartir con los bancos integrados en una u otra estructura, puesto que su participación es la misma, el 20%, de donde se deduce que percibirá, en uno y otro caso, 4 millones de los 20 que compensó.

²⁹⁶Para canalizar jurídicamente su intención de transmitir una participación eurocrediticia, los bancos tienen a su disposición tres mecanismos tradicionales: cesión de crédito, novación y sub-participación. La sub-participación, a diferencia de las otras dos figuras, es una noción que carece de sentido jurídico. Es una fórmula que admite muchas variantes pero, en su estructura fundamental, no es más que un contrato según el cual el banco que adquiere la participación acuerda proveer al banco cedente los fondos precisos para que este último haga frente a sus compromisos frente al acreditado. A cambio, el cedente se compromete a transmitir al sub-participante todas las cantidades que reciba del acreditado en concepto de pago por el capital y los intereses del eurocrédito subyacente. No hay relación alguna entre sub-participante y acreditado, por tanto, el primero adquiere un doble riesgo: respecto del banco cedente y respecto del acreditado. Al exigir estos mecanismos de transmisión el consentimiento del deudor (acreditado), el peligro de discriminación entre acreditantes es evidente. Ello ha motivado que los propios agentes del euromercado traten de buscar soluciones como la incorporación al contrato de documentos tendentes a facilitar la circulación de las participaciones TLI y TLC. *Vid. supra*, p. 41 e *infra*, pp. 256.

Derecho continental, se muestran bastante refractarias a adoptar la figura del *trust* o una institución equivalente. En mi opinión, ello se debe más a un deseo de no sobrecargar aún más una estructura ya de por sí muy compleja, cual es la del eurocrédito sindicado, que al propio temor al desconocimiento de una figura, por otra parte, muy común en el sector del eurobono, el otro gran segmento del euromercado.

En suma, si bien el principio de igualdad implícito en la cláusula de proporcionalidad es fácil de comprender, su aplicación práctica no lo es tanto y los contratos de última generación incluyen minuciosas prescripciones relativas a la administración de la misma, plazos para su ejercicio, documentación, actuación del Banco Agente, etc..

21. Cláusulas de equiparación de rango (*pari passu covenant*) e interdicción de cargas discriminatorias (*negative pledge covenant*).

195. A partir de las experiencias de la crisis de la Deuda de los P.V.D., la práctica bancaria internacional en materia de riesgo de crédito se orienta, principalmente, a conseguir que el cliente se encuentre en condiciones de satisfacer puntualmente los compromisos asumidos. Sólo como último recurso se intenta asegurar un cumplimiento subsidiario por vía de la ejecución de garantías o de la liquidación judicial del patrimonio del deudor. Frente a las tradicionales garantías personales o patrimoniales surge, así, un complicado sistema de provisiones contractuales de naturaleza cautelar cuyo quebrantamiento es configurado como un supuesto de resolución técnica del eurocrédito (*event of default*). Dichas cláusulas, que se incorporan en los contratos con la terminología propia del Derecho anglosajón, suelen estructurarse en tres niveles básicos: las ya examinadas condiciones previas o condiciones precedentes (*conditions precedents*)²⁹⁷, las *representations* y *warranties*²⁹⁸ y las *covenants*²⁹⁹. A dos de estas últimas dedicaremos especial atención en este apartado: *pari passu covenant* y *negative pledge covenant*.

196. A través de la primera de ellas, *pari passu covenant*, los acreditantes intentan asegurarse de que sus derechos de

²⁹⁷ *Vid. supra*, pp. 76 y ss..

²⁹⁸ *Representations* son manifestaciones expresas o implícitas que realiza el acreditado, con anterioridad a la firma del contrato, en el sentido de confirmar como ajustados a la realidad determinados hechos o circunstancias, presentes o pasados, que son relevantes para la celebración del acuerdo. *Warranties* son estipulaciones o promesas, orales o escritas, en las que el acreditado se compromete a que ciertos hechos o circunstancias son tal y como se ha manifestado o prometido. Existe una cierta confusión, incluso entre los especialistas anglosajones, en torno a la distinción entre *representations* y *warranties*. De hecho, en los contratos de eurocrédito suelen redactarse cumulativamente: "*The Borrower represents and warrants as follows:...*"; incluyéndose a continuación todo el elenco de declaraciones, promesas y compromisos requeridos al acreditado. *Vid. A.A. BROWNE, op. cit.*, p. 212; P. GABRIEL, *op. cit.*, p. 50; F. GRAAF, *op. cit.*, p. 343; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, p. 107.

²⁹⁹ Los *covenants* son compromisos, promesas o estipulaciones que los acreditados están obligados a respetar durante la vigencia del contrato. A diferencia de las *warranties* y *representations*, que se refieren a hechos coetáneos o existentes con antelación al momento de la firma del contrato, los compromisos asumidos en los *covenants* tienen relación con el comportamiento futuro del acreditado. En el ámbito financiero internacional, su objetivo no es otro que mantener el *status quo* financiero y jurídico que motivó la concesión del eurocrédito, orientando la conducta empresarial del acreditado hacia la protección de los activos que sirven de garantía al cumplimiento de sus obligaciones. *Vid.* una completa descripción de los compromisos más corrientemente exigidos en P. GABRIEL, *op. cit.*, pp. 72 y ss.; F.J. GÓMEZ-REY, *op. cit.*, pp. 100 y ss.; F. GRAAF, *op. cit.*, pp. 347 y ss. G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 108 y ss.; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, pp. 82 a 102; PH. WOOD, *op. cit.*, pp. 144 y ss.

crédito frente al acreditado gozarán de una protección especial frente a otros posibles acreedores.³⁰⁰ Suele entenderse, en general, que la intención de la antes transcrita cláusula no es otra que situar el derecho los bancos en una situación equiparable a la de otros acreedores cuyos créditos no están asegurados con garantía real. A la vez, los acreditantes obtienen el compromiso del acreditado de mantener el mismo rango respecto de las obligaciones futuras que pudiera contraer. De este modo, se procura la igualdad de trato tanto entre los propios miembros del sindicato cuanto frente a otros acreedores del acreditado en el caso de que los bancos hubieran de concurrir con ellos en un hipotético procedimiento concursal³⁰¹.

197. El complemento lógico de la cláusula *pari passu* es la *negative pledge covenant*. Su finalidad consiste en impedir que el acreditado conceda a otros acreedores garantías extraordinarias que, en caso de quiebra del primero, otorgasen primacía a estos últimos sobre las entidades acreditantes para el cobro, aún siendo los créditos de los otros acreedores de fecha posterior a la de los bancos.

³⁰⁰El núcleo fundamental de una típica cláusula *pari passu* es el siguiente: "*The Borrower warrants and undertakes that its obligations hereunder will at all times constitute direct, unconditional, unsecured, unsubordinated and general obligations of, and will rank at all times at least pari passu in all respects with all other present and future outstanding unsecured indebtedness issued, created or assumed by the Borrower*". Vid. PH. WOOD, *op. cit.*, p. 156.

³⁰¹Vid. L.C. BUCHHEIT, "The *pari passu* clause *sub specie aeternitatis*", *I.F.L.R.*, n1 12, vol. X, 1991, pp. 11 y 12; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 115 y 116; R.C. TENNEKON, *op. cit.*, p. 89.

Para ello, una *negative pledge* bien redactada tiene que preservar los activos patrimoniales del acreditado en un doble sentido: por un lado, evitando que éste lo grave con cargas que reduzcan las posibilidades de los bancos de recuperación de su inversión y, por otro, suprimiendo, en el momento de celebrar el contrato, las garantías ya existentes sobre tal patrimonio³⁰².

198. Pese a lo pretencioso de su tenor literal, la efectividad de tales cláusulas se reduce a establecer un mecanismo de consulta obligada entre acreditado y acreditantes, cuando el primero pretenda gravar sus activos de forma que un tercer acreedor pueda resultar privilegiado respecto de los segundos. Si el acreditado no respeta su obligación de solicitar la preceptiva autorización, los bancos están en condiciones de resolver el contrato por la aparición de un supuesto tasado de incumplimiento (*event of default*).

Por un lado, es evidente que ninguna de las cláusulas estudiadas posee efectos frente a terceros: su ruptura tan sólo tiene como consecuencia la declaración del incumplimiento contractual por parte del acreditado (*event of default*) y para nada afectaría a la validez y al orden de prelación de las garantías subsistentes o constituidas. Por otro, la protección que los acreditantes intentan alcanzar con ellas sólo será efectiva en caso de que el incumplimiento del compromiso o *covenant* sea advertido con anterioridad a la hipotética insolvencia del acreditado, de otro modo, una vez declarado este último en quiebra o suspensión de pagos, las prescripciones contractuales no podrán alterar el rango legal de las cargas con que se ha gravado sus activos. Finalmente, respecto de los efectos de las cláusulas examinadas en relación con la hipotética quiebra o concurso del acreditado, es evidente que tales declaraciones contractuales no poseerán virtualidad para contravenir la normativa en materia de prelación de créditos de la jurisdicción competente.

El balance de este análisis funcional permite comprobar como, en realidad, el único efecto útil que se persigue con la inclusión de las cláusulas estudiadas es evitar que el acreditado pueda justificar sus pretensiones discriminatorias respecto de alguno de los acreditantes, sea o no en beneficio de otros³⁰³.

31. Cláusula de incumplimiento cruzado (*cross default clause*).

199. La cláusula conocida como de incumplimiento cruzado o simultáneo *-cross default clause-* es un auténtico estándar no sólo en los contratos de crédito sindicado denominado en euromonedas, sino en la contratación financiera internacional, en su conjunto. A tenor de la misma, incumplida cualquier obligación por parte del acreditado, en operaciones financieras de semejante naturaleza, se declararán incumplidas automáticamente las obligaciones dimanantes del eurocrédito en el cual la cláusula está inserta.

³⁰²Un ejemplo de este tipo de cláusula puede ser el siguiente: "*The Borrower will not create or permit to subsist any mortgage, charge, pledge, lien or other encumbrance over any revenues or assets of the Borrower as security for any present or future indebtedness of the Borrower without the prior written consent of the Managers*". Vid. L.C. BUCHHEIT, "How to negotiate the negative pledge clause", *I.F.L.R.*, n1 12, vol. XI, 1992, pp. 28 a 30; M0T. GISPERT PASTOR, *op. cit.* pp. 206 y ss.; R.MCR. RUSSEL, *op. cit.*, pp. 225 y ss.; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, pp. 110 y ss., R.C. TENNEKON, *op. cit.*, pp. 89 y ss.; PH. WOOD, *op. cit.*, pp. 146 a 152.

³⁰³Vid. J.W. TUDOR JOHN, "Sovereign risk and immunity under English law and practice", en R.S. RENDELL (edit.), *op. cit.*, pp. 79 a 96, esp., p. 91 y ss.; PH. WOOD, *op. cit.*, p. 156.

Es esta una de las cláusulas más difíciles de redactar de una forma equilibrada. Por un lado, no puede ser tan vaga que atenace la actividad del acreditado; por otro, es imposible detallar una a una las relaciones contractuales cuyo incumplimiento habilitaría a los acreditantes para invocar su derecho a acelerar el crédito³⁰⁴. Como, normalmente, el acreditado estará inmerso en más de una operación financiera internacional -eurocréditos, eurobonos- resulta que es deudor respecto de varios sindicatos y sus compromisos respecto de los acreditantes integrados en estos últimos también se considerarán incumplidos. La quiebra del acreditado privado o incluso la moratoria del acreditado público pueden hacerse ineludibles.

Ello implica que los bancos tendrán que concurrir con otros acreedores en la liquidación del patrimonio del deudor. Aunque las anteriormente analizadas cláusulas *negative pledge*³⁰⁵ y *pari passu*³⁰⁶ aseguran -al menos, eso se cree- la igualdad de rango de los acreedores eurobancarios con cualquier otro acreedor del acreditado, es más que probable que, en el mejor de los casos, los bancos recuperen una porción mínima de lo que se les adeuda.

La cláusula, más que proyectar efectos externos, cumple una doble función en el seno del complejo relacional que venimos denominando eurocrédito sindicado. Por una parte, el principio de igualdad exige que ninguno de los acreditantes pueda tener ventaja sobre el resto de los participantes en el sindicato. Por otra, la igualación en la posición procesal de partida desincentiva la interposición de demandas temerarias o extemporáneas. En resumen, ante el eventual impago o incumplimiento de las obligaciones del acreditado, el principio de individualidad o separación de la participación -corolario de la necesaria división del riesgo- es sustituido por el de acción conjunta e igualdad de rango.

³⁰⁴Vid. R.G.A. YOUARD, ADefault®, en D.G. PIERCE y otros, *Current Issues...*, op. cit., pp. 291 a 307, esp., pp. 300 y ss.

³⁰⁵Vid. *supra.*, p. 122.

³⁰⁶Vid. *supra.*, p. 123.

B. Cláusulas que atenúan la ausencia de solidaridad.

200. En contra de la opinión mayoritariamente extendida entre los bancos, una vez que se asume el compromiso de participar en una estructura sindicada, no se es completamente libre de actuar según la voluntad individual. El hecho de que la contraparte de todos los acreditantes sea única conlleva que exista un sólo patrimonio -el del acreditado- para responder de la satisfacción de las deudas que éste ha contraído. Consecuentemente, la sindicación implica la idea de la mutualidad de riesgos, comunidad de intereses y de necesidades, pese al carácter individual de cada participación.

La resultante de esta tensión de fuerzas contrapuestas es el establecimiento pacticio de las normas que han de regular la formación de la voluntad del sindicato y la toma de decisiones conformes con dicha voluntad. En ausencia de previsiones contractuales que, frente al deseo de control individual de cada uno de los acreditantes, asegurasen la defensa del interés mayoritario, el eurocrédito sindicado no podría desempeñar su función económica. De ahí que las cláusulas que regulan las relaciones *ad intra* y *ad extra* sindicato procuren atenuar los efectos disgregadores que la ausencia de solidaridad y la carencia de personalidad jurídica del mismo producen. Ello explica la existencia de una figura como el Banco Agente y la creciente tendencia a reservar la unanimidad sólo para aquellas decisiones especialmente graves, dando primacía a la toma de acuerdos por mayoría de aportación de capital.

Analizada ya la interposición del Banco Agente en la redistribución de los flujos monetarios provenientes del acreditado, a través de la denominada cláusula de proporcionalidad o *sharing clause*³⁰⁷, nos centraremos, ahora, en el estudio de las prescripciones contractuales tendentes a asegurar un equilibrio entre participantes mayoritarios y minoritarios.

201. Los acuerdos de sindicación incluyen diversos mecanismos para cohonestar los intereses particulares de cada banco con la necesaria dimensión comunitaria del sindicato³⁰⁸.

Un primer método consiste en autorizar las actuaciones individuales de cada participante siempre que, previamente, notifique al resto acerca de sus intenciones. El establecimiento de dicha obligación no tiene más virtud que posibilitar a los otros acreditantes una evaluación prospectiva de la situación y optar por actuar de conformidad con el notificador o por soluciones alternativas. Ante un eventual incumplimiento del acreditado y la consiguiente notificación por parte de un acreditante singular de su intención de denunciar el contrato, los bancos deseosos de dar continuidad a la relación cuentan siempre con la posibilidad de adquirir la participación del acreditante minoritario, disconforme o recalcitrante, evitando el desencadenamiento del efecto dominó propio de la cláusula de incumplimiento cruzado.

202. Una segunda variante, cada vez más frecuente, supone la estipulación de un pacto entre acreditantes en virtud del cual cada banco renuncia al ejercicio singular de las facultades derivadas del contrato, a menos que dichas medidas sean acordadas por una mayoría determinada de participaciones. El forzar la toma de acuerdos mayoritarios que vinculen a todos los participantes implica un importante ejercicio de previsión contractual, pues las participaciones siguen siendo individuales.

El contrato suele especificar aquellas decisiones que están sometidas a la regla de la unanimidad y aquellas otras que lo están a la regla de las mayorías de capital; así como el procedimiento para la toma de las mismas en uno y otro caso. Permanecen bajo el control del acreditante singular la posibilidad de declarar la concurrencia de un supuesto de incumplimiento *-event of default-* y proceder a la aceleración del eurocrédito en los siguientes supuestos: vencimiento del crédito sin que le hayan sido satisfechas las cantidades que se le adeudan, quiebra del acreditado privado o declaración de moratoria del acreditado soberano. Requieren, por contra, la decisión unánime de todos los participantes en el sindicato: el cambio de la moneda de denominación del eurocrédito, la variación en el importe del mismo, la alteración excepcional del tipo de interés o de los períodos fijados para su liquidación y el reescalonamiento de la deuda. Finalmente, suele bastar la mayoría de capital para acordar la concesión de un período de gracia al acreditado, para otorgar a éste una dispensa de un incumplimiento técnico del contrato *-waiver of default-* y, como regla residual, cualquier otra decisión que no requiera la unanimidad.

En lo que ya no consta tanta conformidad general es respecto de las fórmulas para configurar las mayorías y del porcentaje de éstas. Existen sindicatos en que se exige tan sólo mayoría de capital aportado o de capital pendiente de amortización. Otros requieren, además, la presencia de un mínimo de participantes en el seno de la mayoría. En fin, en unos basta con el 50% del capital y en otros se exige una mayoría de dos tercios para la toma de decisiones.

En el caso de sindicatos muy numerosos, es frecuente, incluso, la constitución de comités representativos (*steering committee*) de los bancos participantes. Como es habitual, los eurobancos son reacios a participar en estos organismos; salvo que se les asegure una remuneración y se aquilaten estrictamente sus eventuales responsabilidades. En consecuencia, hay que redactar cuidadosamente las cláusulas que regulan las facultades de este comité y sus relaciones con el Banco Agente. A estos efectos,

³⁰⁷ *Vid. supra.*, pp. 118 y ss..

³⁰⁸ *Vid. R.MCR. RUSSELL, op. cit.*, pp. 255 y ss.; G.A. PENN y otros, *op. cit.*, p. 141.; PH. WOOD, *op. cit.*, p. 270.

suele interponerse una cláusula indemnizatoria y se prevé que el Banco Agente evacuará las consultas a las que está contractualmente obligado con el *steering committee*, que suele reservarse funciones directrices en casos extraordinarios, contractualmente tasados.

203. Esta tendencia actual hacia una sustitución del principio de la unanimidad, propio de la mancomunidad, por el de las mayorías no es más que la expresión de dos circunstancias. Una, económica, identificable con la concentración del mercado eurocrediticio en unas pocas entidades de gran talla. Obviamente, estas prefieren hacer valer el peso de su mayor aportación de capital que conceder a un pequeño participante el poder que conlleva un derecho de veto sobre las decisiones del resto de acreditantes mayoritarios. Ante una actuación precipitada de un banco determinado, la operación puede verse en serio peligro y las entidades más expuestas se verían abocadas a asumir la participación del disidente. Otra, jurídica, sintetizable en la necesidad de conjugar la independencia de las participaciones con la unidad del contrato.

V. IDENTIFICACIÓN DE PROBLEMAS.

204. Delimitado y descrito el contrato de crédito sindicado denominado en euromonedas, expuestos los intereses en presencia y analizados sus principios reguladores, a continuación se exponen algunas de las cuestiones que, a mi juicio, han de guiar la reflexión subsiguiente acerca de la disciplina internacional-privatista del objeto de estudio.

1. PROBLEMAS DE CALIFICACIÓN.

205. La atipicidad del eurocrédito sindicado plantea problemas calificadorios tanto desde el punto de vista de su regulación material cuanto desde la perspectiva internacional-privatista. El hecho de que el crédito sindicado pueda considerarse como una figura socialmente típica y, consecuentemente, dotado de un *nomen iuris* individualizador y una disciplina sancionada jurisprudencial o doctrinalmente, no agota su problemática. El recurso a la sindicación como instrumento de diversificación de riesgos incide en la propia estructura de la relación contractual: ¿estamos ante un sólo contrato o ante tantos contratos como acreditantes?.

La cuestión posee una indudable trascendencia para el régimen de D.i.pr. de la operación tanto a la hora de analizar los problemas relativos a la resolución de controversias cuanto desde la perspectiva del derecho aplicable y, precisamente, sólo a partir del análisis internacional-privatista de la misma cabe ofrecer una respuesta adecuada a la función del eurocrédito sindicado como principal plataforma internacional de liquidez.

2. EL EUROCRÉDITO SINDICADO COMO RELACIÓN INTERNACIONAL.

206. A los riesgos financieros de una operación caracterizada por la repercusión que sobre su estructura proyecta un marco de negociación extremadamente volátil -el euromercado- se suman lo que podemos calificar como riesgos jurídicos, producto de la convergencia sobre el contrato de diferentes ordenamientos jurídicos.

La denominación de la transacción en eurodivisas supone que el eurocrédito trasciende el plano de las relaciones privadas internas y da entrada, necesariamente, a la reflexión internacional-privatista. Pero, además, la llamada desnacionalización de la moneda trae consigo la transnacionalización del espacio financiero internacional y la pretensión de autonomía del denominado *ius argentarium*. Se trata, para un sector doctrinal, del máximo exponente de la crisis del D.i.pr.: manifestación de la inidoneidad de este último para regular, desde planteamientos necesariamente nacionales, fenómenos de naturaleza internacional. La reflexión acerca del régimen internacional-privatista del eurocrédito debe comenzar y concluir con este problema. El cuestionamiento que, desde la teoría de la transnacionalización del euromercado, se mantiene acerca de la inidoneidad del Derecho de producción estatal para la adecuada regulación de las operaciones financieras internacionales, obliga a cerrar el círculo con un balance final que responda a tal desafío.

Ante los problemas que la internacionalización plantea -incertidumbre acerca de los tribunales competentes, del Derecho a aplicar por éstos y de la efectividad externa de las resoluciones judiciales- la práctica contractual eurocrediticia responde con la inserción estándar de cláusulas de elección de foro y de Derecho aplicable. Ello no agota, empero, la problemática aludida, pues la propia validez de esas cláusulas debe ser evaluada desde la perspectiva del sistema de D.i.pr. del juez concreto que examina el caso. Aunque la autonomía de la voluntad suele ser un principio universalmente reconocido por los distintos sistemas comparados de D.i.pr. -tanto en el sector de la competencia judicial internacional cuanto en el del derecho aplicable- subsisten diferencias en cuanto a las condiciones, límites y alcance de la elección de tribunales competentes y ley aplicable.

En el campo de la resolución de controversias, algunas prácticas contractuales constatables en el eurocrédito estándar plantean interesantes cuestiones. Notablemente, la adecuación de la denominada cláusula no exclusiva de jurisdicción[®], con la cual los bancos pretenden aumentar sus posibilidades de perseguir procesalmente los activos del acreditado en el mayor número posible de foros. También en el ámbito de la ley aplicable el eurocrédito sindicado presenta singularidades teóricas y prácticas. Las llamadas cláusulas alternativas y de congelación[®] (*freezing*) de la ley aplicable merecerán una especial atención.

Finalmente, además del problema de calificación ya aludido, la agrupación de los acreditantes en el sindicato obliga a una modalización importante del principio generalmente reconocido de sometimiento de las operaciones bancarias internacionales a la *lex bancae*. Teniendo en cuenta el carácter individual de la participación, el hecho de que la prestación característica sea realizada por más de una treintena de bancos -como media- reclama una reflexión que ha de estar presidida por el respeto a los principios de regulación del contrato y la ponderación de los intereses en presencia.

3. EL EUROCRÉDITO SINDICADO COMO RELACIÓN JURÍDICA PRIVADA.

207. La especial condición del acreditado soberano plantea no pocos interrogantes. En primer lugar, la propia adecuación de la aplicación del D.i.pr. a una relación jurídica en la que participan entes de naturaleza pública. En efecto, si el objeto del D.i.pr. son las relaciones privadas internacionales, ¿cómo puede defenderse su aplicación a un contrato en el que el acreditado es un sujeto de Derecho Público?

La trascendencia práctica de la cuestión es innegable: si el acreditado soberano mantiene sus prerrogativas como sujeto de Derecho Internacional Público, no es enjuiciable ni ejecutable por los tribunales estatales. Si ello es así, ¿quién va a tener interés en contratar con un acreditado que puede incumplir impunemente sus obligaciones?

Los contratos de eurocrédito celebrados con Estados y otras entidades públicas asimilables procuran contestar a esta interrogante incorporando cláusulas en las que el propio acreditado renuncia a sus privilegios e inmunidades de jurisdicción y ejecución. En cualquier caso, la incorporación de tales cláusulas puede que no resuelvan del todo el problema sino que lo trasladen al momento del enjuiciamiento de su validez por el tribunal correspondiente. ¿De acuerdo con qué Derecho determinará éste el alcance -objetivo y subjetivo- y los requisitos del descenso del Estado u otras entidades públicas a una posición de mercado?; en caso de que lo haga de acuerdo con su propio ordenamiento jurídico (*lex fori*), ¿qué ocurrirá si el contenido de la misma no es coherente con el de la ley del acreditado, la cual, por ejemplo, puede prohibir al Estado la renuncia a sus inmunidades soberanas?

La pregunta no es retórica sino que existen ordenamientos, señaladamente los de algunos países sudamericanos, como Venezuela, en los que la propia Constitución prohíbe dicha renuncia. Aunque el análisis de estos problemas es parte del núcleo tradicional del Derecho Internacional Público, una referencia, siquiera sucinta, se hará inevitable, posteriormente, al hilo de la exposición de la disciplina internacional-privatista del eurocrédito sindicado.

4. ADECUACIÓN DE LAS PRÁCTICAS CONTRACTUALES DESDE EL PUNTO DE VISTA DE SU RECEPCIÓN POR EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL.

208. En la perspectiva, por lo demás, muy probable, de que se solicite ante nuestras autoridades el reconocimiento y/o ejecución de una resolución extranjera relativa a un crédito sindicado denominado en euromonedas, varias son las interrogantes que plantea la figura objeto de estudio. Entre otras, se procurará responder a las siguientes.

Primero, aquellas relativas al carácter variable del tipo de interés: a) ¿la estructuración de la operación en diferentes tramos o períodos de interés supone la concesión de un determinado número de créditos sucesivos a corto término o se trata de un único contrato a medio o largo plazo?; b) ¿el carácter variable del tipo supone la indeterminación de un elemento esencial del contrato?; c) ¿las facultades atribuidas al Banco Agente en la determinación del tipo de interés supone dejar en manos de una de las partes el cumplimiento del contrato?.

Segundo, las que se refieren a la instrumentación formal de algunas deudas originadas en relaciones eurocrediticias en *promissory notes* o pagarés.

Tercero, las relativas a las cláusulas de equiparación de rango (*pari-passu*) e interdicción de cargas discriminatorias (*negative pledge*).

Cuarto, aquellas referentes a los posibles desequilibrios de prestaciones existentes en el eurocrédito sindicado, en contraposición con determinados requerimientos tuitivos.

CAPÍTULO SEGUNDO.

INTRODUCCIÓN AL RÉGIMEN INTERNACIONAL-PRIVATISTA DEL EUROCRÉDITO SINDICADO.

209. En esta parte del presente trabajo, la perspectiva de análisis cambia radicalmente. En lugar de describir la figura objeto de estudio se trata, ahora, de analizar su regulación desde el punto de vista del Derecho internacional privado español. Ello obliga a una reflexión introductoria acerca de dos cuestiones fundamentales: primera, si se dan en el eurocrédito las condiciones de relación internacional y privada que justifican la existencia de un subsistema jurídico -el D.i.pr.- cuyo objeto consiste en resolver los especiales problemas que dichas relaciones plantean (I) y, segunda, la repercusión que sobre el régimen internacional-privatista de la operación tiene su complejidad estructural (II).