

EL MERCADO DEL EURODOLAR

Ulises Montoya Alberti

Profesor de Derecho Comercial
Universidad Nacional Mayor de San Marcos

CAPITULO I

Características del mercado.

1. Definición.- 2. Centros Bancarios Extraterritoriales.- 3. Partes intervinientes.-4. Fines.

1. Definición

El término Eurodólar significa un dólar americano depositado en un Banco fuera de los Estados Unidos.

El prefijo Euro se adopta en razón que Londres fue el lugar de nacimiento de este mercado, así como que es el principal centro de su actividad.

Por otro lado, en la actualidad parte significativa de estas transacciones se realizan en centros fuera de Europa, como las Bahamas, Panamá, Singapur, Hong Kong, etc.

efectúandose, transacciones en monedas diferentes al dólar americano tales como: Libras Esterlinas, Francos Suizos, Marcos Alemanes, Florines Holandeses y Francos Franceses, hablándose en consecuencia de un mercado de Eurodivisas, sin embargo todos tienen la principal característica del Euródolar, depósitos y préstamos de dinero fuera de su país de origen.

El euromercado no está solamente en Europa y los Bancos no necesitan necesariamente estar localizados allí, sino fuera de los Estados Unidos; aunque Londres continúa siendo su plaza principal y el dólar americano la moneda en que se hace la mayoría de las transacciones, si bien el presente estudio, está referido al mercado del Eurodólar gran parte de lo expuesto se aplica al mercado de Eurodivisas.

Las transacciones en

Eurodólares han sido definidas por Cledenning ⁽¹⁾ como cualquier transacción en dólares americanos realizada por un banco comercial que opera fuera de los Estados Unidos (incluyendo las sucursales de bancos americanos) a las tasas del Eurodólar.

El Mercado de Eurodólares es, por tanto, un mercado de recursos financieros en dólares, donde los intermediarios son bancos emplazados fuera del territorio americano y donde las condiciones que rigen son distintas a la del mercado monetario del aquel país.

Ontiveros ⁽²⁾, señala que se entiende por Eurodólares aquellos dólares depositados (por residentes o no-residentes estadounidenses) en entidades bancarias localizadas fuera de las fronteras de Estados Unidos, incluidas las sucursales extranjeras de los bancos con sede central en este país. Dado que la decisión de crear un depósito en eurodólares, no conlleva el desplazamiento físico de los dólares desde los Estados Unidos hacia el país donde se materializa el

depósito, los activos que se corresponden con la nueva creación de eurodólares tomarán generalmente la forma de derechos sobre bancos estadounidenses.

El criterio, por tanto, de distinción entre un dólar y un eurodólar es la localización geográfica del depósito y no la nacionalidad del titular. Por consiguiente, los eurodólares son dólares, pero dólares adquiridos y negociados fuera de EE.UU.

Estas monedas no tienen ningún carácter, ni distintivo especial, simplemente quedan al margen de las regulaciones internas de su país de origen, para someterse a las regulaciones sobre moneda extranjera del mercado nacional en que se negocian.

2. Centros Bancarios Extraterritoriales

Se define como centros bancarios extraterritoriales o zonas francas financieras, ya sean países,

⁽¹⁾ E.W. Clendenning. «The Eurodollar Market». Clarendon Press. Oxford University Press. 1970, pg. 16.

⁽²⁾ E. Ontiveros. «Mercado de Eurodivisas Análisis de su Evaluación e Implicancias». Fundación Universidad Empresa. Madrid 1980, p. 26.

o ciudades, a aquellas que han atraído deliberadamente transacciones bancarias internacionales (de no residentes, con activos denominados en moneda e igualmente en obligaciones) reduciendo o eliminando las restricciones a las operaciones, así como también reduciendo impuestos y otros gravámenes.

A estos centros extraterritoriales se les clasifica en centros de «valores» y centros «funcionales».

El centro de valor actúa como un lugar de registro, realizándose poca o ninguna actividad bancaria efectiva.⁽³⁾ Mientras que en el centro funcional se efectúan depósitos o se otorgan créditos realmente. Los centros funcionales sirven como vínculos importantes entre los mercados de eurodivisas contribuyendo a encauzar los fondos de los principales centros financieros internacionales (como Londres y Nueva York) hacia los prestatarios definitivos; en cambio, los centros de valores son utilizados

básicamente por los bancos internacionales para minimizar impuestos globales y otros gravámenes.

Estos registros o asientos de los préstamos donde se encuentran algunas de las sucursales o subsidiarias del Banco prestamista, en lugar de su Oficina Principal, se puede deber a varios motivos tales como una organización descentralizada del Banco, donde una sucursal o filial haya tomado la iniciativa de otorgar un préstamo y anotado la transacción en los libros de oficina, o se desea que aparezca el préstamo en los libros de una filial por razones de estrategia de mercado, de política, o de conveniencia⁽⁴⁾.

En cada uno de estos centros lo característico para los bancos extraterritoriales es que las regulaciones sobre la moneda extranjera es insignificante, hay libertad de transferencia de fondos, no existe, y si lo hay son mínimos, los requerimientos de encaje, ni regulaciones que prohiban intereses

⁽³⁾ Ian Mac Carthy "Los centros bancarios extraterritoriales: beneficios y costos. Finanzas y Desarrollo, Diciembre 1979. Vol. 12 N° 14, pg. 45.

⁽⁴⁾ Roberto Devlin, «Los bancos transnacionales y el financiamiento externo de América Latina». La experiencia del Perú. 1965-1976" CEPAL - Santiago de Chile 1980, pg. 95.

sobre los depósitos a corto plazo, límite de depósito a largo plazo o sobre las tasas de los préstamos, ni restricciones alguna sobre esta clase de operaciones. Los derechos de licencia son generalmente bajos, la entrada es relativamente fácil, especialmente para los grandes bancos, internacionales, no hay impuestos ni gravámenes sobre las operaciones extraterritoriales, siendo asimismo reducido el impuesto a las utilidades y finalmente las diferencias horarias con otros centros, permiten a los Bancos seguir realizando sus operaciones en forma continua. Las utilidades que generan estos centros bancarios justifican su existencia.

Esta falta de regulaciones y requerimientos disminuye el costo de las operaciones bancarias y a su vez posibilita obtener mayores utilidades que otros bancos que no operan en este mercado. Las utilidades que generan estos centros bancarios justifican su existencia.

Los Bancos en precaución de cualquier ley, disposición o regulación que pueda introducir restricciones en sus operaciones en dicho mercado, con el consiguiente incremento de costos, estipulan en los contratos de préstamo que celebran que estos incrementos serán de cargo del prestatario.

3. Partes intervinientes.

En estas operaciones se puede distinguir la participación de tres partes: los propietarios de los depósitos en dólares, uno o más bancos que actúan como intermediarios (prestamistas), y a los que se les van a prestar el dinero depositado (prestatarios).

Siendo como se ha señalado las transacciones por montos elevadas, esto determina una restricción de las entidades que participan en el mercado, limitándose a los bancos comerciales, autoridades monetarias y otras entidades financieras no bancarias, tales principalmente como las grandes corporaciones y organismos internacionales.

Los Bancos que participan en él realizan funciones de intermediarios financieros, cuyas operaciones, se superponen al mercado monetario de los países correspondientes a las divisas negociadas.

En lo que se refiere a los propietarios de los depósitos, los que serían los oferentes de recursos para el mercado se puede considerar entre los principales, a los Bancos Centrales, organismos monetarios, entidades oficiales, bancos

comerciales y las entidades no financieras como serían las empresas y los inversores individuales.

La razón de efectuar depósitos en dólares en ese mercado, en lugar del efectuarlo en el mercado norteamericano, se debe a la obtención de mayores rendimientos en el primero de ellos que en el segundo, al existir un diferencial de intereses que favorece los depósitos en dólares en el mercado del eurodólar.

Además de este factor de rendimiento existen, de acuerdo con Clendenning ⁽⁵⁾ los factores de liquidez y seguridad en la inversión.

En lo que concierne a los prestatarios, o demandantes de estos recursos vienen a ser las mismas entidades que se ha mencionado como ofertantes, sin embargo a diferencia de la oferta, los principales demandantes desde un punto de vista cuantitativo lo constituye el Sector Privado, los Bancos Comerciales y las entidades no bancarias.

4. Fines.

Los fines que persiguen la actuación de los bancos comerciales en el mercado, de acuerdo con Ontiveros ⁽⁶⁾, son las siguientes:

a) Obtener un rápido rendimiento por medio de transacciones interbancarias abriendo y cerrando operaciones a los tipos más favorables posible y en el menor tiempo posible. Un gran número de bancos sólo mantienen interés en este tipo de operaciones siempre y cuando su clasificación en el mercado les permita operar con tipos de interés básicos, estos es, los vigentes para instituciones de primera categoría («first-rate names»).

b) Actuaciones sin finalidad de obtención de un rendimiento a corto plazo, prestando al coste de los recursos captados, por consideraciones de prestigio, volumen de operaciones, mantenimiento de una clasificación determinada o, simplemente, como forma de penetración en el mercado.

⁽⁵⁾ Eugene W. Clendenning. Op. cit., pg. 45.

⁽⁶⁾ Ontiveros. Op. cit., pgs. 119 y 120.

c) Iniciar algún tipo de operaciones de arbitraje espacial o en el tiempo utilizando los recursos disponibles en el euromercado.

d) Financiar operaciones de comercio exterior en condiciones más favorables que las disponibles en los mercados domésticos.

e) Realizar operaciones «swap» con moneda local, con el fin de mejorar la posición de liquidez o posibilitar la financiación a clientes nacionales, cuando existen expectativas de restricciones crediticias.

f) Financiar la expansión de la actividad económica interna.

En el caso de las empresas privadas no financieras, los fines serían las siguientes:

a) Financiación de importaciones y exportaciones de bienes y servicios.

b) Financiación de proyectos de inversión.

c) Financiación de necesidades de capital circulante.

d) Cobertura de los riesgos de cambio.

e) Absorción de los excedentes de tesorería constituidos por encajes en divisas extranjeras.

f) Inversión transitoria de capitales o créditos en espera de destino.

g) Beneficiarse de las reglamentaciones fiscales diferenciales.

h) Financiamiento de inversiones.

i) Inversiones en el mercado de valores.

j) Prepagando créditos obtenidos localmente si los créditos en Eurodólares ofrecen una mayor ventaja.

Finalmente, en lo que concierne al Sector Público se puede señalar como razones para endeudarse:

a) Refinanciar sus deudas.

b) Financiar déficit de Balanza de Pagos.

c) Obtener recursos para financiar adquisiciones y proyectos de inversión.

d) Mejor la posición de las reservas monetarias.

CAPITULO II

Origen y evolución del mercado.

5. *Antecedentes.*- 6. *Causas.*-6.1. *Depósitos en dólares de los países de la Europa Oriental.*- 6.2. *Crisis de la Libra Esterlina.*- 6.3. *Convertibilidad interna de las principales monedas europeas.*- 6.4. *Déficit de la Balanza de Pagos de los Estados Unidos.*- 6.5. *Restricciones del Sistema Bancario Americano.*- 6.5.1. *La Regulación Q.*- 6.5.2. *Impuesto de igualización de intereses.*- 6.5.3. *Programa de restricciones crediticias voluntarias.*- 6.5.4. *La Regulación M.*

5. Antecedentes.

Los especialistas coinciden en que los últimos años de la década de los cincuenta es el período de donde hay que partir en el análisis del mercado de eurodólares, si bien en los años posteriores a la primera guerra mundial se realizaban transacciones en Berlín y en Viena con depósitos en Libras Esterlinas y Dólares Estadounidenses, Paul

Einzing ⁽⁷⁾ señala que aunque estas transacciones pudieron llegar a afectar a las monedas alemanas y austriacas e influir ciertamente, en las condiciones crediticias de estos países, sin embargo no alcanzaron suficiente dimensión como para producir efectos perceptibles fuera de estos países sobre otras divisas.

6. Causas.

Existen discrepancias con respecto a las causas que determinaron el nacimiento de este mercado.

En este aspecto no se podría señalar una causa específica como la causa determinante de su nacimiento y desarrollo, sino que sería un conjunto de circunstancias que dentro de un marco histórico permitieron su desarrollo y desenvolvimiento.

La dificultad de poder determinar cuantitativamente las causas antes mencionadas contribuye a que estudiosos sobre la materia sostengan diversas versiones y atribuyan un mayor peso a una u otra causa en relación al desarrollo y desenvolvimiento del mercado.

⁽⁷⁾ P. Einzing «The Euro-dollar System» 5 Ed. Macmillan. Londres 1973.

Sobre este punto, Ontiveros⁽⁸⁾ expresa que lo esencial a este respecto es situar la actividad histórica del mercado en relación con el proceso de internacionalización de la actividad financiera. En este sentido, lejos de atribuir el nacimiento y desarrollo del mercado a una circunstancia concreta, difícilmente justificable y consistente de aquellas, de diversa índole e incidencia las que, conjugadas en un período histórico concreto, potencian el desenvolvimiento del mercado.

La escasez de elementos justificatorios, susceptibles de cuantificar la respectiva incidencia de cada uno de los argumentos manejados, tiene como el resultado más elocuente la existencia de múltiples versiones entre importantes autores, en relación a la causa de mayor importancia en el crecimiento del mercado de eurodólares y eurodivisas.

Desde un punto de vista sistemático, teniendo en cuenta el orden histórico de aparición de los hechos, y sin que signifique la ubicación un factor de preponderancia se puede señalar como las principales causas de la

expansión y desarrollo del eurodólar las siguientes:

6.1. Depósitos en dólares de los países de Europa Oriental fuera de los EE.UU.

6.2. Crisis de la Libra Esterlina de 1957.

6.3. Convertibilidad externa de las principales monedas europeas en 1958.

6.4. Déficit de la Balanza de Pagos de los Estados Unidos.

6.5. Restricciones del Sistema Bancario de los Estados Unidos.

6.1. Depósitos en dólares de los países de Europa Oriental fuera de los Estados Unidos.

En la década de los cincuenta algunos poseedores de dólares deseaban tener esta moneda en cuentas fuera de los Estados Unidos, entre los que se encontraban los países de Europa Oriental, y la Unión Soviética, este último en razón que tenía disputas sin arreglar,

⁽⁸⁾ E. Ontiveros, Op. cit., pg. 40.

con los Estados Unidos provenientes de la negativa de pago de los bonos de la época de los zares y del pago del material bélico que se le había entregado durante la guerra bajo el sistema préstamo arriendo.

La posibilidad del bloqueo o confiscación de sus activos en dólares depositados en los Estados Unidos, determinó la transferencia de dichos recursos a bancos corresponsales que el Gosbank soviético mantenía en Londres y a entidades bancarias en París, estas entidades trataron de obtener un interés favorable para sus saldos.⁽⁹⁾

6.2. Crisis de la Libra Esterlina en 1957.

En 1957 en respuesta a la crisis de la Libra Esterlina, provenientes de desequilibrios en la Balanza de Pagos, las autoridades del Reino Unido establecieron controles rígidos sobre préstamos recibidos y otorgados por los bancos de ese país a los no residentes.

Además de estas restricciones para su utilización, se convirtió la Libra en una divisa costosa debido al elevado precio del dinero en el

mercado de Londres, alcanzando la tasa de descuento al 7% la que era excepcionalmente alta para esa época.

Para algunos autores la medida de las autoridades británicas fue un acontecimiento decisivo en el desarrollo del mercado del eurodólar. Con el objeto de mantener su posición en el financiamiento del intercambio mundial, los bancos de ese país, comenzaron a utilizar el dólar americano, como sustituto de la esterlina.

6.3. Convertibilidad externa de las principales monedas extranjeras.

A fines de 1958 se permitió que las monedas de los principales países europeos fuesen convertibles para los no residentes, lo cual permitió a los bancos de esos países compra y vender dólares libremente y utilizarlos en el financiamiento del intercambio internacional, creando las condiciones favorables no sólo para la creación del mercado del eurodólar, sino también para la creación del mercado de eurodivisas

Esta convertibilidad se señala, no hubiese sido posible sin el déficit

⁽⁹⁾ Ontiveros. Ob. Cit. pg. 41.

de la balanza de pagos americana que facilitó los recursos necesarios para eliminar el control de cambios y el monopolio oficial de la tenencia de divisa.⁽¹⁰⁾

6.4. *Déficit de la Balanza de Pagos de los Estados Unidos.*

Los déficit que se presentaron en la Balanza de Pagos de los Estados Unidos ha sido señalado por algunos autores como una de las principales causas de la aparición y desarrollo del mercado del eurodólar.

Estos déficit se originan en los movimientos de capitales provenientes de las inversiones en el extranjero, programas de ayuda y los gastos de defensa. Por otra parte, tal como se ha expuesto la convertibilidad de las monedas no hubiese sido posible sin la existencia

de estos déficits.

Así para Francis A. Lee y Máximo Eng⁽¹¹⁾, Steven I. Davis⁽¹²⁾ y Clendenning⁽¹³⁾ los déficits de la Balanza de Pagos de los Estados Unidos fue uno de los factores con mayor incidencia en el nacimiento y desarrollo del mercado.

Otros,⁽¹⁴⁾ tienen un criterio diferente y considera que el deterioro de la Balanza de Pagos de los Estados Unidos son el resultado y no la causa de la rápida expansión del mercado de eurodivisas.

Este déficit constituye indudablemente uno de los factores que posibilita la expansión de ese mercado, pero sin ser su condición exclusiva.

La existencia de regulaciones sobre límites en la tasa de interés en el mercado americano, y las

⁽¹⁰⁾ Ontiveros, Ob. Cit. pg. 47.

⁽¹¹⁾ Francis A. Lee y Máximo Eng. «International Financial Markets», Praeger Publisher, New York, 1975, p. 432.

⁽¹²⁾ Steven I. Davis «The Eurobank: its originals, management and outlook» Macmillan, Londres 1976, pg. 23.

⁽¹³⁾ E. W. Clendenning, op. cit., pg. 5.

⁽¹⁴⁾ Eisuka Sakakibara «El mercado de eurodólares en perspectiva» Finanzas y Desarrollo. Setiembre 1975, pg. 13.

disposiciones que se dieron a efectos de corregir estos desequilibrios, los mismos que serán tratados en el siguiente punto, permitieron el desarrollo del mercado del eurodólar.

Analizando las experiencias deducidas del comportamiento a partir de los años setenta, señala Ontiveros ⁽¹⁵⁾, es posible reafirmar la necesidad histórica del mercado de eurodivisas y, por lo tanto, su viabilidad independiente de los déficits de la balanza de pagos del país emisor de la principal moneda de reserva.

6.5. Restricciones del sistema bancario de los Estados Unidos.

Otro factor importante en el desarrollo de este mercado, fue la ausencia de reglamentación en el mercado de Londres de las operaciones bancarias en monedas distintas de la libra esterlina. Además Londres unía la experiencia en materia financiera y la tradición de ser un centro mundial de actividades de financiamiento referente al comercio de mercadería, intercambio comercial exterior, acciones, seguros, etc.

Esta falta de restricciones y regulaciones permitió una cotización más favorable de las tasas por créditos, así como por depósitos, en razón de la no existencia de requerimientos de reserva sobre depósitos en moneda extranjera.

Por otra parte los costos generales son menores debido a que las transacciones se realizan por montos bastantes elevados, los deudores son de primera clase, efectuándose gran parte de las transacciones entre bancos con un mínimo de formalidad.

6.5.1. La regulación Q.

Entre las regulaciones y restricciones del sistema bancario americano que muchos consideran como la causa que el mercado financiero de Nueva York perdiese posiciones y permitido el desarrollo del mercado del eurodólar se encuentra la Regulación Q.

El origen de la misma está en las Actas Bancarias de los años 1933 y 1935, expedidas en razón de la creencia que una de las causas del fracaso de los bancos en los años

⁽¹⁵⁾ E. Ontiveros. Op. cit., pg. 32.

Esta regulación se aplicó a todos los Bancos e Instituciones de Ahorro y Préstamo que tuviesen el Seguro de Depósito Federal, lo que incluye a prácticamente a todas estas Instituciones.

Durante los primeros años de su aplicación no tuvo mayor efecto debido a que la tasa del mercado monetario era más baja que el límite establecido por la Regulación Q.⁽¹⁸⁾

La Regulación Q comprendía en su aplicación a los Bancos y Sucursales que operaban dentro de los Estados Unidos, lo que permitía a las sucursales en el extranjero de esos bancos pagar intereses sobre depósitos a la vista e intereses más altos que aquellos permitidos por la Regulación Q.

En los años 1968 y 1969 debido a la escasez de dinero, las tasas del mercado monetario subieron encima de la tasa que los bancos podían pagar bajo la Regulación Q sobre las emisiones de los certificados de depósito. De esta manera un depositante que normalmente habría depositado su dinero en certificado de depósitos de

un banco americano con sede en Nueva York, lo depositaría en una sucursal de ese banco en Londres quien a su vez lo prestaría a su casa principal en Nueva York.

A fin de financiar sus préstamos los bancos americanos fueron forzados a solicitar préstamos en el euromercado, lo que a su vez determinaba un alza de los tipos de interés de ese mercado, generando flujos de fondos adicionales del mercado norteamericano, en razón que los inversionistas y depositantes eran estimulados por las mayores tasas al trasladar sus depósitos al mercado del eurodólar.

Finalmente, el 1º de enero de 1981 entró en vigencia el Acta sobre la Desregulación de las Instituciones de Depósito y Control Monetario (The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act), (Ley Pública 96-221, firmada el 31 de marzo de 1980), la que contempló entre otros puntos eliminar en forma ordenada en un período de 6 años las restricciones impuestas a las instituciones de depósitos por la Reserva Federal sobre límites en pago de intereses (Regulación Q) creándose para

⁽¹⁸⁾ Bowden, Elbert V.- «Revolution in banking». Robert F.Dame, Inc. 1980. pg. 97.

supervigilar esta medida una nueva Agencia llamada El Comité de Desregulación de las Instituciones de Depósito (The Depository Institutions Deregulation Committee). El Acta incluyó la precedencia de la ley federal sobre la ley estatal de muchos de los controles impuestos por las leyes estatales sobre usura en relación a los intereses de los préstamos. La finalidad del Acta fue establecer bases iguales para la provisión de todo tipo de servicios bancarios.

El Acta de Control Monetario representa la culminación de muchos años de esfuerzo para imponer requerimientos de reserva uniforme sobre todas las Instituciones de Depósitos, a efecto de mejorar el control monetario, así como una competencia justa.⁽¹⁹⁾

El Acta asimismo legalizó los «Now Account» con efectividad del 1º de Enero de 1981, con una tasa de interés uniforme para todas las Instituciones de Depósitos.⁽²⁰⁾

6.5.2.- *Impuestos de igualización de intereses.*

Esta disposición propuesta en Julio de 1963 fue aprobada el 2 de setiembre de 1964, aplicable con efecto retroactivo a la fecha de su anuncio, (18 de julio de 1963) tuvo como finalidad reducir la salida de capitales, aplicándose para tal efecto el impuesto llamado de igualización de intereses con una tasa de hasta el 15% sobre el precio de compra de los bonos extranjeros, dependiendo de su interés y de su período de maduración.

Con la implementación del Impuesto de Igualización de Intereses, las autoridades monetarias americanas confiaban en que la debilitación de la capacidad de endeudamiento en los Estados Unidos forzaría a los países de Europa Occidental a desarrollar su propio mercado de capitales y, de esta forma, posibilitar la movilización de fondos netamente europeos, en lugar de americanos,

⁽¹⁹⁾ Federal Reserve Bank of New York. Annual Report. 1980. pg. 34.

⁽²⁰⁾ Bowden, Elbert V.- Ob.cit., pg. 87. Señala que la cuenta now, es una orden negociable de retiro, pagándose intereses sobre los fondos depositados en la misma. No es literalmente una cuenta corriente debido a que no se puede girar cheques sobre la misma. La forma de retirar los fondos es mediante la orden. Si bien la orden se parece a un cheque y actúa como si fuera un cheque, estrictamente no lo es, aunque cumple funciones similares.

para financiar las inversiones de esos países.

Consecuentemente se suponía que este proceso incidiría favorablemente sobre la balanza de pagos de ese país. El impuesto se creó con una vigencia hasta el 31 de diciembre de 1965, prorrogándose hasta el 30 de junio de 1974. Su principal objetivo fue elevar el costo efectivo de intereses para los bonos extranjeros vendidos a inversionistas americanos en alrededor del 1% y por consiguiente desalentar estas emisiones en el mercado norteamericano.

Originalmente, la legislación tenía el propósito de no ser aplicada a los préstamos a corto plazo o largo plazo otorgado a los extranjeros, o a las inversiones directas en el extranjero efectuada por residentes americanos.

Asimismo las emisiones de bonos de los países menos desarrollados fueron exceptuados del impuesto, así como las nuevas emisiones que efectuase Canadá en el entendido que este último evitaría constituir sus reservas mediante préstamos de los Estados Unidos.

Sin embargo, en razón que los préstamos bancarios, a largo plazo no estaban sujetos a ningún

impuesto, estos fueron usados para burlar el propósito de esta disposición, proponiéndose una enmienda que fue aprobada por el Congreso en Setiembre de 1964 y con efecto retroactivo si se encontraba que habían sido utilizados con ese propósito, al 19 de Julio de 1963. En Febrero de 1965 la disposición se extendió para cubrir todos los créditos bancarios y no bancarios para extranjeros con un período de vencimiento de un año o más, decidiéndose al mismo tiempo de continuar con el impuesto hasta el final de 1967.

Para obviar los efectos del Impuesto de Igualización de Intereses, los prestatarios comenzaron a emitir en Europa obligaciones en dólares.

El proceso que se iniciaba fue exactamente el inverso al prevaleciente veinte años antes cuando, inmediatamente, después de la guerra, el control de cambios limitaba el acceso de los emisores extranjeros al mercado europeo, siendo entonces la plaza financiera de Nueva York el principal centro de abastecimiento de recursos financieros extranjeros. La implementación del Impuesto de Igualización de Intereses tuvo pues como su consecuencia más inmediata el desplazamiento de una

parte sustancial de la demanda de recursos financieros del mercado americano a las plazas europeas que operaban en dólares ⁽²¹⁾.

6.5.3.- Programa de restricciones crediticias voluntarias. (Voluntary Foreign Credit Restraint Program).

Debido a que los créditos bancarios para los extranjeros continuaban aumentando en forma rápida, el 10 de febrero de 1965, se estableció un Programa de restricciones crediticias voluntarias (Voluntary Foreign Credit Restraint Programme), destinado a controlar

los préstamos a los no residentes, por parte de los Bancos y otras instituciones financieras. Este programa se convirtió en obligatorio en 1968.

El Programa consistía en un llamado a todos los Bancos e Instituciones Financieras de los Estados Unidos para limitar el otorgamiento de sus créditos a los extranjeros y sus inversiones en valores extranjeros de acuerdo con una serie de lineamientos emitidos por el Sistema de la Reserva Federal, y estaba dirigido a los bancos y a las Instituciones Financieras no Bancarias. ⁽²²⁾

⁽²¹⁾ Ontiveros, Ob. Cit., pg. 61.

⁽²²⁾ En el caso de las entidades bancarias, durante el año de 1965 se solicitó que los créditos al extranjero no superasen el 105% del monto alcanzado al 31 de Diciembre de 1964. Sin embargo gozaban de un sistema de prioridades la financiación comercial para los exportadores de los Estados Unidos y los créditos a países en vías de desarrollo. Por otra parte se solicitaba que los bancos redujesen progresivamente sus recursos financieros que poseían en el extranjero en forma de depósitos o valores.

En 1966 se amplía el porcentaje de expansión de créditos al 10% de la cifra correspondiente al 31 de Diciembre de 1964, estableciéndose con carácter progresivo: 106% durante el primer trimestre, 107% durante el segundo y 108% durante el tercero. Los bancos cuya base fuera reducida al 31 de diciembre de 1964 gozaban de 1% más, a añadir el porcentaje de expansión.

Estos lineamientos no se aplicaban a las sucursales extranjeras de los bancos comerciales de los Estados Unidos en cuanto a los fondos utilizados para otorgar créditos a los extranjeros provenientes de fuentes extranjeras.

Después de la devaluación de la Libra Esterlina en Noviembre de 1967 se establecieron lineamientos más restrictivos anunciados el 1º de enero 1968, el principal aspecto fue una reducción en el límite de expansión a 103% tomando como base la cifra de 1964. Asimismo se solicitó a los Bancos no hacer nuevos préstamos o renovar los vencimientos para los países desarrollados de Europa Occidental, de estas restricciones quedaba exenta Canadá a partir del 1º de marzo de 1968. (Ontiveros. Ob.cit.,pgs.64 y 65).

Estos controles, el impuesto de igualización de interés y el Programa de restricciones fueron eliminados en 1974.

Las restricciones corresponden a un conjunto de medidas entre ellas el impuesto de igualización de intereses y el de las inversiones extranjeras directas

(Foreing Direct Investment) destinado a regular la oferta de fondos de entidades de los Estados Unidos, no financieras a sus sucursales y títulos en el extranjero.

El Programa contribuyó al desenvolvimiento y desarrollo del mercado del eurodólar en razón que la demanda de recursos en dólares

Finalmente, se solicitó una reducción alrededor de 40% de su máximo en el año de los créditos a corto plazo para los países desarrollados de Europa Occidental tomando como base las sumas adeudadas al 31 de diciembre de 1967, a una tasa de 10% trimestral. El 1° de marzo de 1968 Canadá fue exceptuada de todos los lineamientos relacionados con la Balanza de Pagos de los Estados Unidos excluyéndose los activos que se tenían en Canadá de los límites.

En lo que concierne a las Instituciones Financieras no Bancarias los lineamientos requirieron que la tenencia de fondos liquidados en el extranjero se limitase durante 1965 a lo totales que existían en 1964, siendo el objetivo a largo plazo reducir ordenada y gradualmente tales inversiones.

Estos lineamientos fueron materia de revisión en los años 1965 y 1966, recomendándose en el primer caso que si estas tenencias excedían aquellas que existían al final de 1963 o 1964, debían reducirse hasta alcanzar el límite inferior de esos dos años. Además se estableció que las instituciones financieras no bancarias de los Estados Unidos limitasen su tenencia de títulos extranjeros que tenían un vencimiento de 5 años o menos durante 1965 dentro del 5% del nivel existente al final de 1964. Este límite fue extendido en Junio de 1965 para cubrir préstamos e inversiones hasta 10 años.

Para el año 1966, los lineamientos para estas instituciones fueron revisadas sugiriéndose que las inversiones de fondo líquido en el extranjero se mantuvieran a niveles mínimos posibles, consistentes con las necesidades de las operaciones de las instituciones, y en ningún caso excedería los niveles al 30 de setiembre de 1965. En segundo lugar las inversiones y créditos con vencimientos en 10 años o menos no excederían el 10% de la cifra base al 31 de diciembre de 1964; y finalmente el total de los créditos e inversiones en países en desarrollo (excepto Canadá y Japón) estarían sujetos a un límite de 105% al nivel del 30 de setiembre de 1965.

En 1967 el Programa para las Instituciones no Bancarias fue simplificado estableciéndose un límite único para la cobertura de todos los activos financieros (Covered Assets) con vencimientos inferiores o iguales a 10 años, así como los préstamos e inversiones realizadas en los países en desarrollo, a excepción de Japón y Canadá. El porcentaje máximo fue del 105% sobre las tenencias al 30 de setiembre de 1966. A finales de ese año se propuso un porcentaje de 109% para 1968 sobre una base igual que en el período anterior. El 1° de Enero de 1968 se anunció un programa más restrictivo, reduciéndose el límite al 95% de la tendencia al 31 de diciembre de 1967. Esto fue complementado con el requerimiento de no conceder nuevos préstamos en el exterior durante 1968 excepto por mínimo para el caso de balances para capital de trabajo (minimum working balance) así como la limitación de no hacer nuevas inversiones en deudas o acciones en los países desarrollados de Europa Occidental.

se tuvo que canalizar a ese mercado contribuyendo a elevar los tipos de intereses de ese mercado por depósitos y en consecuencia más atractivo colocar allí los recursos.

6.5.4.- Regulación «M».

Los requerimientos de reservas sobre los eurodólares fueron establecidos por las Regulaciones M y D, en base al volumen de recursos que los bancos pertenecientes al Sistema Bancario de los Estados Unidos debían de mantener por concepto de reserva sobre estos depósitos.

La Regulación M fue creada el 17 de agosto de 1937 por el Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, habiendo sido materia de revisión en varias oportunidades, encontrándose entre ellas la correspondiente a la del año 1969.⁽²³⁾

Durante el año de 1969 las tasas del mercado monetario americano subieron encima de la que

los bancos podían pagar en relación con montos importantes de certificados de depósito. Como resultado de esta situación hubo un flujo de dinero del mercado de los Estados Unidos al mercado del Eurodólar, encontrándose los bancos americanos forzados a recomprar este dinero en dicho mercado a fin de poder realizar sus operaciones domésticas. Para impedir este reflujo de los fondos del mercado del Eurodólar al mercado de los Estados Unidos, la Reserva Federal impuso bajo las Regulaciones D y M requerimientos de reserva a sus bancos miembros por préstamos obtenidos del mercado del eurodólar, bien sea a través de su oficina principal, de sus sucursales en el exterior o de bancos extranjeros.

Entre las medidas que se adoptan en ese año se encuentran, la obligación por parte de los bancos americanos, a incorporar, a los depósitos a la vista sujetos a la obligación de mantener reservas, los cheques emitidos a favor de sus filiales extranjeras.⁽²⁴⁾

⁽²³⁾ Stigum, Marcia. «The Money Market: Myth, Reality, and Practise». Dow Jones - Irwin. 1978. pgs. 447 y 448.

⁽²⁴⁾ Se trata un coeficiente de 10% sobre: a) Préstamos a los bancos estadounidenses de sus filiales extranjeras que superarán el nivel medio alcanzado en el curso de las cuatro semanas anteriores a 28 de mayo de 1969.- b) Activos adquiridos por las filiales extranjeras proporcionados por la matriz, y superiores al mismo nivel medio señalado en a).- c) Préstamos

Esta medida significó para los bancos establecidos en el Estados Unidos, un incremento en el costos efectivos por el endeudamiento provenientes del mercado de eurodólares, siendo la consecuencia una reducción de sus recursos externos, y en forma especial para aquellos que captaban recursos a través de sus sucursales extranjeras.

Las regulaciones estuvieron sujetas a considerables cambios a través del tiempo, requiriéndose que los bancos de los Estados Unidos mantuviesen reservas iguales al 4 % de sus préstamos netos del euromercado calculado sobre un periodo promedio de 28 días.

En este marco restrictivo, señala Ontiveros,⁽²⁵⁾ el estímulo por parte de las entidades bancarias norteamericanas situadas en el exterior, para la captación de depósitos fuera de su país, dejó de ser una opción más a considerar, convirtiéndose en un prerequisite para su normal desenvolvimiento en la oferta de financiación a las compañías no bancarias americanas, con inversiones en el exterior y su posterior participación en la actividad interbancaria a nivel internacional.⁽²⁶⁾

concedidos por las filiales extranjeras a los residentes americanos que excedían bien a las sumas con vencimiento el 25 de junio, o bien a la suma media con vencimiento en el curso de las cuatro semanas anteriores al 28 de mayo de 1969. Además se establecía un coeficiente de reservas sobre préstamos concedidos a los bancos con sede en Estados Unidos por la banca extranjera, siendo su nivel: 3% por los préstamos inferiores al 4% de los depósitos sujetos a reservas; 10% para los préstamos superiores al 4% de los depósitos sujetos a reservas. La aplicación del coeficiente era solo para los nuevos préstamos de esta manera si el nivel global de los préstamos de la filiales no superaba al nivel del periodo que se tomaba como base, resultaba una reducción igual a la parte no sujeta a reserva. (Ontiveros -Ob.cit.,pg.73)

⁽²⁵⁾ Ontiveros -Ob.cit.,pg.74.

⁽²⁶⁾ Con efectividad de 24 de agosto de 1978 los requerimientos de reserva bajo las Regulaciones D y M sobre préstamos en Eurodólares efectuado por los bancos del lugar (domésticos) fueron reducidos por la Junta de la Reserva Federal de 4% a cero.

Al mismo tiempo el requerimiento de reserva del 1% sobre préstamos por sucursales en el extranjero de bancos americanos a los prestatarios del lugar fue eliminado.

CAPITULO III

Forma de los préstamos.

7. *Oferta.*- 8. *Créditos de un solo prestamista.*- 9. *Grupo de Bancos.*- 10. *Consortios Bancarios.*- 11. *Sindicato Bancario.*- 11.1. *Participantes.*- 11.1.1. *Gestores.*- 11.1.2. *Co-gestores.*- 11.1.3. *Participantes.*- 11.1.4. *Co-líderes.*- 11.1.5. *Special Bracket.*- 11.1.6. *Agente.*- 12. *Contrato.*

7. Oferta.

En lo que se refiere a los pasos para la obtención de los préstamos, esta se inicia mediante la comunicación de oferta al prestatario, en razón del requerimiento de este a los bancos, la comunicación contiene la descripción de las condiciones financieras del préstamo a otorgarse, tales como monto, plazo de repago, período de utilización, tasa de interés, prepago, comisiones, gastos, así como referencia a aspectos legales tales como la jurisdicción y leyes a que se someten el contrato, pagos libres de impuestos, mención a que el mismo contendrá las cláusulas usuales para préstamos en el mercado del eurodólar.

La oferta del crédito puede hacerse bajo la base un compromiso a firme, donde la obligación de

proporcionar los fondos comprometidos en la oferta al márgen que los mismos puedan ser materia de suscripción por otros bancos, o en base a los mejores esfuerzos, en cuyo caso se presta lo que se puede obtener por la colocación del préstamos a otros bancos.

Es importante un cuidadoso análisis de la oferta ya que su aceptación implica un compromiso cuyos términos se reflejará en el contrato. Aceptada la oferta se emite un mandato contenido en una carta de acuerdo o de intención, preparada y firmada por el Banco líder (ó líderes) y aceptada por escrito por el futuro prestatario a fin de que el Banco pueda colocar mediante su venta en el mercado las particiones del préstamo a otros bancos. Por otra parte, cuando el monto es bastante elevado se requiere interesar a varios Bancos a que participen. El Banco o Banco gestores del préstamo generalmente solicitan que durante un determinado período no se hagan gestiones de colocación de créditos para el prestatario, a fin de tener el mercado libre de cualquier interferencia.

En este sentido, el Banco Líder invita a participar en el Sindicato a otros bancos, conteniendo la comunicación la

información que requiere un banco para tomar una decisión.

Las etapas de organización de estos créditos han sido descritas de la siguiente manera:

1.- Otorgamiento del mandato al principal banco organizador.

2.- Ofrecimiento a otros bancos de incorporarse al grupo de gestión del consorcio.

3.- Presentación al prestatario de una copia del proyecto del convenio de préstamo y del memorándum de información que será proporcionado a bancos interesados en participar en el consorcio.

4.- Introducción de enmiendas al memorándum de información, si las hubiere, de acuerdo con el prestatario.

5.- Solicitud de una respuesta por parte de los bancos al ofrecimiento de unirse al grupo de gestión.

6.- Envío de una comunicación al prestatario de la oferta oficial plenamente suscrita.

7.- Aprobación de la

versión definitiva del memorándum de información por parte del prestatario.

8.- Formulación de la observación del prestatario al convenio de préstamo.

9.- Aviso por parte del prestatario al principal organizador de la aceptación de la oferta suscrita.

10.- Envío de una comunicación a bancos preseleccionados invitándolos a participar en el consorcio.

11.- Presentación de un ejemplar corregido del proyecto del convenio del préstamo al grupo de gestión.

12.- Envío del proyecto revisado del convenio de préstamo a los bancos invitados.

13.- Distribución final entre los bancos de las cuotas de participación.

14.- Última fecha en que los bancos participantes pueden formular observaciones sobre el convenio de préstamo.

15.- Aviso al prestatario de todas las enmiendas propuestas al convenio de préstamo.

16.- Envío de la versión final de Convenio de préstamo a los participantes y al prestatario.

17.- Fecha más próxima en que puede firmarse el convenio de préstamo.⁽²⁷⁾

Por las labores que realiza recibe un pago, el mismo que se efectúa anualmente por el prestatario, de conformidad con lo estipulado en el contrato.

Los préstamos en este Mercado dependiendo de su monto pueden ser efectuados por un sólo prestamista o por un grupo de ellos.

Siendo un mercado donde las operaciones alcanzan cientos de miles de millones de dólares al año, y donde algunos casos un sólo prestamista obtiene en una sola operación de préstamo miles de millones de dólares, el criterio de lo que es una operación de monto elevado proveniente de ese mercado puede diferir de acuerdo a las sumas que puedan tener acceso los prestatarios.

Cuando se trata de montos

elevados, estos son otorgados por un grupo de bancos conociéndoseles con el nombre de Créditos Sindicados.

Los créditos cuyos montos no son significativos son otorgados por regla general por un sólo prestamista y son llamados directos.

Por otra parte, existen préstamos que son otorgados por grupos de bancos, no muy numerosos y por montos no muy elevados, en forma de sindicatos privados o cerrados (Club deal) siendo ofrecidas las participaciones del préstamo entre los bancos participantes sin mayor publicidad y seleccionando a quienes se ofrece.

8. Créditos de un solo prestamista.

El préstamo efectuado por un sólo prestamista es más simple de administrar, más flexibles y su publicidad es limitada.

Desde el punto de vista contractual, sus cláusulas revisten menos complejidad que la de los créditos sindicados.

⁽²⁷⁾ Financial Times. «Syndicated Loans». World Banking Survey. 21 de mayo de 1979.

Dentro de esta categoría se encuentran las líneas de crédito, puestas a disposición del prestatario por el Banco, la que es girada de acuerdo a sus necesidades, generalmente esta operación se realiza entre Bancos.

Estos créditos tienen por lo general tasas de interés, comisiones, etc., más bajas que la de los créditos sindicatos y los Club deal, sin embargo estos últimos tienen mayores plazos de repago, y movilizan un mayor volumen de recursos en cada operación, lo cual a su vez reduce costos administrativos que pueden significar numerosos convenios independientes. Por otra parte, la relación entre prestatario y banco es personal. En muchos casos las transacciones de un sólo prestamista pueden tener motivos como la de iniciar o mejorar relaciones crediticias, apoyar a un suministrador de determinado país, etc.

9. Grupo de Bancos.

Los créditos otorgados por un grupo de bancos pueden ser en la forma de sindicatos bancarios o de un sindicato cerrado (Club deal).

Como antecedente de los créditos sindicados habría que

señalar los préstamos multibancarios de los años 60.

Los créditos efectuados por varios bancos se caracterizaban por un acuerdo de préstamo común para todos ellos, a ningún banco se le señalaba como el organizador, aunque obviamente uno de ellos realizaba tal función, ni para efectuar labores de administrar, o exigir el cumplimiento de los términos del contrato o del crédito durante su vigencia, no existía el pago de comisiones por organización y administración. Cada banco desembolsaba directamente al Prestatario y este pagaba en la misma forma a cada institución.

Estos préstamos multibancarios cumplían las siguientes funciones:

- (1) movilización de un volumen más grande de recursos con menos riesgos para cada banco;
- (2) mayor poder para los bancos, tanto en las negociaciones como durante la vigencia del crédito, debido a la mayor influencia que ejercían al actuar en conjunto; y
- (3) la seguridad psicológica, pues en los créditos de grupo cada banco podría tener la tranquilidad de saber el riesgo en cuestión era compartido. Los créditos multibancarios de los años sesenta fueron precursores de

los créditos sindicatos de gran auge en los años setenta.⁽²⁸⁾

10. Consorcios Bancarios.

Otra figura que se presentó en la década de los años sesenta es la de los consorcios bancarios, los cuales se formaban por varios bancos de diferentes nacionalidades con la finalidad de participar en el mercado del eurodólar.

Entre las razones de la existencia de los consorcios se encontraba la posibilidad que los bancos medianos o pequeños participasen en operaciones de mediano plazo en dicho mercado.

Los objetivos básicos de un Consorcio Bancario se señala⁽²⁹⁾ son por regla general los siguientes:

(1) Proveer servicios bancarios en el Mercado de Eurodólares en una escala sustancial;

- (2) Compartir los costos;
- (3) Compartir riesgos;
- (4) Ganar experiencias, y
- (5) Obtener ganancias.

La figura de los consorcios fueron materia de objeciones tales como: que estos no estaban adecuadamente controlados por sus accionistas, que su dirección se dejada libremente para el cumplimiento de sus propios objetivos, que no había ninguna entidad que pudiera ser responsable, que no existía diversificación de sus riesgos ya que sólo operan en el mercado de eurodivisas y con un sólo tipo de clientes y de una mayor dependencia en obtener depósitos del mercado a efecto de cubrir sus obligaciones.⁽³⁰⁾

11. Sindicato Bancario.

En los créditos Sindicados un banco o un grupo de bancos asumen

⁽²⁸⁾ Devlin. ob.cit.,pg. 71.

⁽²⁹⁾ Bee,N.Robert.- «The consortium bank is alive and well». Euromoney.November 1979.pg.139.

⁽³⁰⁾ Por otra parte cuando se trataba de la aprobación de préstamos de montos significativos, los accionistas o sus representantes, por regla general, participaban en estas decisiones, muchos además seguían la práctica de realizar una Reunión Anual de los accionistas, en la cual se revisaban los préstamos otorgados.En cuanto a la responsabilidad de los accionistas esta se hizo más explícita desde 1974 por las cartas de apoyo por parte de los accionistas requerida por el Banco de Inglaterra, además el hecho que los Consorcios Bancarios eran propiedad de bancos, que tienen una reputación que mantener en el mercado crea una situación de apoyo para ellos.

el papel de gestores del Sindicato, los cuales inician las negociaciones con el prestatario y solicitan la participación de otras instituciones. Una vez que el crédito es organizado, uno de los bancos gestores o líderes es designado como Agente y tiene la responsabilidad de administrar el crédito, efectuando entre otras cosas los desembolsos y recibiendo los pagos, siendo también responsable de hacer cumplir el acuerdo de préstamo según sus términos.

Los llamados gestores y el Agente reciben el pago de una comisión, ha llegado también a ser práctica pagar comisiones a otros bancos para inducirlos a participar en el sindicato.

Las razones de la atracción de los sindicatos es similar a los acuerdos multibancarios, con un incentivo adicional la existencia de las comisiones la cual incrementa las ganancias sobre un determinado préstamo.

Esta sindicación significa compartir los riesgos y el repago debido a que si bien el monto del crédito es elevado, sin embargo se participa con parte de este monto, asimismo este sistema ha permitido que muchos bancos medianos y pequeños participen en el mercado

de Eurodivisas.

11.1.- Participantes.

11.1.1. Gestores.

Los bancos llamados gestores efectúan la invitación a posibles participantes mediante diferentes medios de comunicación, la oferta, contiene la información básica sobre el préstamo, así como las comisiones a pagarse de acuerdo a las participaciones, distribuyendo en algunos casos un documento que incluye aspectos de carácter económico y financiero con relación a la entidad que requiere el préstamo, la finalidad del mismo, sus condiciones, la situación del país, estadísticas, etc. conociéndose con el nombre de Memorándum de Información (Information Memorandum).

Los bancos participan en diferentes niveles en los sindicatos. Se tiene en primer lugar a los denominados líderes, (lead managers) integrado por un banco o grupo de bancos a los cuales se les otorga el mandato, suscribiendo todo o una parte del monto del préstamo, asimismo en lo que se refiere a costos se distribuyen de acuerdo a su compromiso un porcentaje de la comisión de manejo

(*praecipuum*), en compensación de las labores realizadas, el porcentaje que corresponde se determina en cada transacción. El Banco negocia el crédito con el prestatario que busca participar en el sindicato.

Un segundo nivel dentro del sindicato es el que corresponde a los gestores (*manager*) los que suscriben una parte del préstamo pero por lo general no comparte el primer «*praecipuum*» tomados por los líderes. A menudo el título de gestores es utilizado en lugar de líder. Cuando no se utiliza el término líder (*lead manager*) se puede asumir que a los gestores le corresponde asumir esa función. En otros casos se utilizan las denominaciones de gestores y no-gestores.

11.1.2. *Co-gestores.*

Se otorga este título cuando los bancos se comprometen a participar con una suma específica como prestamistas, siendo su participación después del líder y de los gestores significativa.

11.1.3. *Participantes.*

Este nombre reciben los demás bancos que participan en el préstamo, el monto de sus participaciones son sumas menores que las categorías anteriores.

11.1.4. *Co-Lideres (co-lead manager (s)).*

Este término puede ser utilizado como sinónimo de líder (*lead manager (s)*) o en lugar de gestores (*manager*).

11.1.5. *Special Bracket.*

La distinción entre cada *bracket* (líder, gerente, co-gerente) se basa normalmente en el tamaño del compromiso de suscripción asumido. En algunos casos, como en los sindicatos donde el monto a prestarse es elevado, existe esta categoría, que corresponde a bancos con participaciones significativas, apareciendo en la publicidad (*tombstone*) en un lugar separado, colocados inmediatamente después de los co-manager.

11.1.6. *Agente.*

Dentro del Sindicato, uno de los bancos, por lo general uno de los líderes o co-líderes tiene la función de Agente, el mismo que realiza funciones tales como reunir los fondos de los prestamistas cuando el prestatario los requiera, distribuye el repago del préstamo entre los miembros del Sindicato de acuerdo a sus participaciones, representa a los prestamistas en los problemas que puedan suscitarse con los

prestatarios, notificar al prestatario la tasa LIBOR determinada por los bancos de la referencia, siendo usual que uno de ellos sea el Banco Agente, que corresponde al período de intereses. El Convenio señala sus deberes, responsabilidades, aunque la función del Agente empieza antes con la negociación del contrato de préstamo.

12. Contrato.

En el contrato se establecen el procedimiento para el desembolso del préstamo otorgado, así como el plazo de repago, tasa de interés, moras, ciertos compromisos que debe de observar el deudor durante la vida del préstamo, declaraciones o representaciones sobre hechos que son ciertos a la fecha de la celebración del préstamo o a la fecha o fechas del desembolso del préstamo, cláusulas de incumplimiento, las funciones que debe de cumplir el agente, el sometimiento a las leyes y tribunales

extranjeros,⁽³¹⁾ renuncia a la inmunidad en el caso que se trate de préstamos a Gobierno, etc.⁽³²⁾

Las cláusulas de los contratos recogen las experiencias del mercado del eurodólar a través de los años. Es así que la cláusula referente a la posibilidad que los bancos no puedan obtener fondos de dicho mercado, se refleja en la denominada cláusula de desastre del eurodólar, la que proviene de la crisis del Bankhaus ID Hertatt KG y el Franklin National Bank de los Estados Unidos.

Por otra parte la cláusula que los bancos participantes declaren en el contrato de préstamo que habían hecho sus propias investigaciones respecto de la solvencia del prestatario y el análisis de los documentos legales, asimismo el Agente y el Líder descargaron cualquier responsabilidad o deber para el sindicato diferente de aquella específicamente enumeradas en el

⁽³¹⁾ Ulises Montoya A.- «Los contratos de créditos sindicados en el mercado del eurodólar, naturaleza jurídica, ley y jurisdicción». *Revista del Foro*. Julio-Diciembre de 1987. Año LXXIV. No.2. pg.213-253.

⁽³²⁾ Ulises Montoya A.- «Arbitration Foreign Law and Jurisdiction in International Loan Agreements in some Countries of Latin America». *International Council for Commercial Arbitration*. Congress Series No.4.1989. Kluwer Law and Taxation Publishers, Deventer, Netherlands. pgs.99-110.

contrato así como la precisión de la información contenía en el Memorándum o documentos similares relacionados con la transacción, este hecho proviene de las demandas planteadas por los bancos que compraron subparticipaciones al European-American Bank por los préstamos que este había hecho al grupo Colcotronic cuyas compañías estaban en el negocio de buques, a raíz de los problemas que atravesaron esta clase de compañías a mediados de los años setenta, la empresa Colcotronic empezó a dejar de pagar sus préstamos a los bancos comerciales en 1976. Esto dió lugar a que los bancos que habían comprado subparticipaciones alegasen la violación de las leyes del mercado de valores de los Estados Unidos, que habían habido declaraciones no verdaderas y omisiones de hechos materiales en la venta de las subparticipaciones, que no habían mostrado los conflictos de interés y especialmente los arreglos financieros con el grupo Colcotronic.

Por otra parte la orden de congelar la propiedad de Irán sujeto a la jurisdicción de los Estados Unidos, declarada por ese país con fecha 14 de Noviembre de 1979, trajo como consecuencia que los bancos americanos miembros de

sindicatos bancarios que habían efectuado préstamos a dicho país, y que tenían activos en su poder declarasen el préstamo vencido, procediendo a compensar la deuda. Esta situación trajo cambios en la cláusula referente a compartir los pagos entre los bancos. La compensación contra los depósitos de los clientes, se argumentó, no era de una suma recibida de el prestamista, y por lo tanto no estaba sujeto a compartir los pagos. La versión post-Iran de esta cláusula incluye una referencia a todos los pagos recibidos, sea por medio de compensación, litigio, **counterclaim, (reconvención)** o de otra maneras. Asimismo, en lo que se refiere a la aceleración del vencimiento del préstamo sobre las sumas impagas, se requiere que el Agente actúe según instrucciones de la mayoría de los bancos, y no según su propia voluntad. Otra consecuencia fue la modificación de la cláusula de pagos de los contratos del eurodólar, al contemplar que estos podían hacerse en diferentes lugares, o diferentes monedas de aquella establecida en el Contrato, si era necesario para permitir al prestatario hacer los pagos efectivos bajo el préstamo. Esta cláusula permitiría automáticamente un procedimiento de pago alternativo en caso de una orden de congelamiento, sin la necesidad que los bancos

acepten una modificación formal del acuerdo.

Esta cláusula de compartimiento de pagos que había sido materia de atención durante la crisis de Irán, cobró nuevamente importancia durante la crisis de las Malvinas en 1982, al comunicar Argentina que no pagaría, las sumas debidas por préstamos a los Bancos ingleses, miembros de un sindicato, pero sí continuaría efectuando los pagos para los otros bancos. Cuando los Bancos ingleses invocaron la cláusula del reparto de pagos, el resultado no fue una acción solidaria de los otros bancos.⁽³³⁾

CAPITULO IV

Costos Financieros.

13. *Determinación de la tasa de interés.*- 14. *Tasa del Mercado Interbancario de Londres. (LIBOR).*- 14.1. *Bancos de la Referencia.*- 14.2. *Márgen.*- 15. *Comisiones.*- 15.1. *Comisiones asociadas con la obtención del préstamo.*- 15.1.2. *Comisión de organización.*- 15.1.2. *Comisión de compromiso.*- 15.1.3. *Otras comisiones.* 15.2. *Comisiones referidas al cumplimiento.* 15.2.1. *Comisión de Agente.*- 15.2.2. *Comisión de prepago.*- 15.2.3. *Comisión de penalidad.*- 16. *Otros gastos.*

13. Determinación de la tasa de interés.

La tasa de interés del mercado del eurodólar está determinado por la oferta y demanda de cada día, fluctúa diariamente y varía de centro a centro, aunque el arbitraje tiende a igualar las desviaciones geográficas.

Los dólares pueden colocarse en un banco que opere en el mercado interno de los Estados Unidos, o que opere fuera de ese país, dependiendo del lugar donde se coloque

⁽³³⁾ Lee C Buchheit.- «Syndicated loans and the art of happiness». International Financial Law Review. Octubre. 1992. pg. 7.

Lee C Buchheit.- «Lost innocence in the Euromarkets». International Financial Law Review. Noviembre. 1992. pg. 6

dependerá de la tasa de interese a obtenerse, o bien se puede optar por convertirlo en otra moneda, si es que se espera que en esa otra moneda se puede obtener beneficios adicionales, teniendo en cuenta los intereses de esta última, y los riesgos de tipo de cambio, pudiendo colocarla a su vez, dependiendo de los intereses, en el mercado de eurodivisas correspondiente a esta moneda o en su mercado interno.

La tasa de interés del mercado del eurodólar está influenciada principalmente por factores tales como, la tasa del mercado interno de los Estados Unidos; la estructura de las tasas internacionales, la situación de los mercados de cambios a futuros, y las regulaciones de política económica provenientes de los diversos países que pueden incidir en ese mercado.

Por otra parte, la tasa también, está afecta por los términos del depósito o préstamo, plazos más largos implican tasas mayores, aunque esta estructura puede cambiar de tiempo en tiempo.

Usualmente la determinar de la tasa de interés de los préstamos en el mercado del Eurodólar, se hace considerando una tasa básica o flotante conocida con el nombre de tasa del Mercado Interbancario de

Londres (London Interbank Offer Rate) cuya abreviatura es LIBOR, y de un margen o sobre tasa (spread), el cual es fijo. Los factores que determinan el margen se indican posteriormente.

14. Tasa del Mercado Interbancario de Londres.- (LIBOR)

El principal centro del mercado del eurodólar tal como se ha señalado es Londres y la tasa de esa plaza es la que usualmente se cotiza para las operaciones en ese mercado.

La tasa LIBOR es la tasa a la cual los principales bancos del mercado del eurodólar ofrecen colocar depósitos en instituciones de primera clase. Este ofrecimiento de colocación de depósitos por lo general es de tres o seis meses.

Por otra parte a efecto de captar recursos los bancos igualmente ofrecen una tasa, conociéndosele con el nombre de LIBID.

En esta operación de captar y colocar recursos, determina un diferencial entre las tasas de interés que el banco pago en el primer caso y que cobra en el segundo, la que usualmente es de 1/8 del 1%.

Existen también tasas regionales como el PIBOR (Paris Interbank Offer Rate) FIBOR (Frankfurt Interbank Offer Rate) MIBOR (Madrid Interbank Offer Rate), SIBOR (Singapore Interbank Offer Rate).

Desde que no hay un LIBOR uniforme, las partes acuerdan una fórmula que usualmente es una tasa de oferta promedio anual al cual los depósitos en dólares son ofrecidos a el Banco prestamista o a los Bancos de la Referencia por los principales bancos. En algunos casos se estipula que esta tasa es la ofrecida por los principales bancos, denominados bancos de la referencia, en montos comparables a la suma del principal del préstamo pendiente de pago al comienzo del período de intereses.

Así mismo el LIBOR durante el día tiene varias cotizaciones, se establece usualmente que es la tasa ofrecida a las 11 a.m. hora de Londres (debido a que esta es una de las tasas durante el día que los bancos registran en sus libros) de dos días hábiles bancarios antes del comienzo del siguiente período de intereses.

Estas fórmulas se definen en el contrato de préstamo que se celebra.

El LIBOR representa el costo de los fondos para los bancos prestamistas. Esta tasa es una tasa base a la cual se le añade un margen fijo y predeterminado para constituir la tasa de interés efectiva del préstamo.

La tasa LIBOR difiere de acuerdo al período de vencimiento de cada depósito, así hay tasa para depósitos de un día, de 3 meses, de 6 meses y un año.

Por otra parte, cada banco tiene su propio LIBOR, generalmente cuando se trata de préstamos donde interviene varios bancos, esta tasa es un promedio de varios bancos, determinada por los llamados bancos de la referencia.

Debido a la dificultad de los bancos para obtener depósitos en el mercado interbancario por periodos mayores a doce meses, mucho de los préstamos del mercado del eurodólar se efectúan en periodos de una duración más corta, generalmente de tres o seis meses, tomando los bancos depósitos por los montos del préstamo al comienzo de cada periodo de interés. Este proceso se realiza en los llamados créditos renovables «roll over», realizándose préstamos a mediano o largo plazo, en base a depósitos a corto plazo. Para que el mecanismo funcione los

créditos que se otorgan deben ser renovados cada 3 o 6 meses.

En este sentido, cada 3 o 6 meses la tasa de interés del préstamo es reajustado al LIBOR que prevalece en ese momento por 3 o 6 meses a la que se le incrementa el margen fijo previamente acordado y así en forma sucesiva hasta la conclusión del préstamo.

Por esta razón, para esta clase de préstamos se estipula en los contratos que si los bancos no pueden captar recursos por circunstancias que afectan al mercado del eurodólar, el prestatario deberá pagar el íntegro del préstamo que hasta la fecha ha recibido, debiéndose esto a que los plazos de los depósitos que los bancos obtienen para efectuar los préstamos no guardan relación con los plazos de los créditos que otorgan.

14.1. Bancos de la Referencia.

Se define al Banco de la Referencia, como un banco que cumple la función de señalar la tasa base a que se le añadirá el margen a

efecto de determinar la tasa de interés efectiva del préstamo.

Cuando se trata de créditos sindicados, donde participan varios bancos se designa por regla general a tres o más bancos que actúan como bancos de la referencia, siendo habitualmente uno de ellos el denominado Banco Agente del Sindicato.

Lo usual es que los Bancos de la Referencia sean bancos miembros del Sindicato, aunque en última instancia todo depende del acuerdo entre el prestatario y el prestamista. Por otra parte cuando se trata de un sólo prestamista en algunos casos para determinar la tasa de interés lo normal es que sea la tasa de ese banco, aunque en algunas oportunidades se ha considerado bancos de referencia.

Existiendo varios bancos de la referencia se da la posibilidad que existan diferentes tasas, desde que cada banco tiene su propia tasa, ésta será el promedio aritmético correspondiente a los bancos de la referencia.⁽³⁴⁾

⁽³⁴⁾ En el caso que las cifras finales de este promedio resulten decimales este se redondeará al múltiple más cercano por regla general 1/16 de 1%, aunque en algunas oportunidades, aspecto que no es usual se solicita este redondeo a un múltiplo de 1/8%, aspecto que debe tenerse presente ya que la aplicación de este múltiplo y no de 1/16 da lugar a mayores pagos,

Asimismo es conveniente que los bancos de la referencia sean bancos muy activos y de primera clase, dentro del mercado con gran movimiento y efectúen operaciones por grandes sumas, en razón que la tasa de oferta que a ellos se le ofrecen o que ellos ofrecen por los depósitos son menores que las de otros bancos que tienen menor movimiento, sin embargo debe tenerse presente que si en el Sindicato participan bancos medianos el promedio de la tasa que se obtenga por lo bancos de la referencia considerando que estos son de primera clase, va a resultar menor que el costo de los fondos de estos bancos medianos o regionales puedan obtener para efectuar la parte del préstamos que le corresponde dentro del sindicato.

En este caso, a fin de inducirlos a participar en préstamos sindicados y que no obtengan pérdidas se determina que entre los bancos de la referencia se encuentran algunos bancos medianos denominados de tercera y cuarta

línea, los que por regla general pagan tasas mayores que los grandes bancos, en consecuencia sus cotizaciones elevarán el promedio de la tasa básica, a un nivel aceptable para estos bancos medianos.⁽³⁵⁾

14.2. Margen.

El margen o sobre tasas (spread) que se cobra encima de la tasa básica representa el riesgo de los bancos al efectuar el préstamo, sus gastos generales y sus utilidades. Esta es fija durante la vida del préstamo, su determinación depende del prestatario y del mercado.

Si el préstamo reviste cierto riesgo debido a que no hay plena confianza en el prestatario, el margen será más alto que lo normal, a efecto que constituya un incentivo para los prestamistas, sin embargo hay un punto donde estos márgenes no pueden compensar el riesgo.⁽³⁶⁾

Entre otros factores que determinan el margen además del

que en préstamos elevados relativamente largos pueden constituir sumas adicionales de cierta importancia.

⁽³⁵⁾ Wellons, P.A.- «Borrowing by the developing countries on the euro-currency market». Development Centre of the Organization for Economic Co-Operation and Development. Paris. 1977. Pgs. 60 y 61.

⁽³⁶⁾ Wellons, P.A.- Ob.cit., pg. 72.

riesgo se encuentra; la liquidez del mercado, los futuros requerimientos de préstamos externos del prestatario y del país, el pago del prestatario de algún impuesto por el préstamo, la existencia de balances compensatorios, lo que significa en este último caso que al Prestatario se le requiere que efectúe un depósito en el Banco que presta el dinero, durante la vida del préstamo.

Igualmente, en el margen influye el plazo de préstamo, préstamos con plazos más largos implican márgenes más altos, en algunos casos se pactan márgenes diferentes durante la vida del préstamo, siendo siempre menores los que corresponden a los primeros años y mayores los que corresponden a los últimos.

15. Comisiones.

En lo que concierne a las comisiones se puede distinguir las asociadas a la obtención del crédito y las referidas al cumplimiento del crédito.

15.1. Comisiones asociadas a la obtención del crédito.

Hay diversas clases de comisiones que se pactan en los convenios de préstamos. Algunas de estas comisiones se pagan al

comienzo del préstamo (front end fee), a la firma del respectivo contrato o con el primer desembolso, tal como la llamada de organización. Estas comisiones constituyen un medio discreto por el cual los prestamistas elevan sus ganancias con relación al préstamo. Dentro de una negociación un prestatario puede ser más receptivo a incrementar las comisiones que el margen sobre los interés, desde que las primeras no son objeto de mucha publicidad permitiendo al prestatario disimular altos márgenes de intereses, los cuales inciden sobre su capacidad crediticia.

15.1.1. Comisión de Organización

Esta comisión recibe también los nombres de manejo, administración, derecho de participación o gestión, (Management fee) se calcula sobre el monto total del crédito y se paga generalmente a la firma del Convenio o con el primer desembolso, aunque también en algunos casos durante la vida útil del crédito. El porcentaje que se cobra por regla general no es muy elevado, dependiendo en última instancia del mercado y número de bancos participantes.

Los beneficiarios son los bancos que han tenido la responsabilidad como suscriptores

de organizar un sindicato así como los bancos participantes, de acuerdo a una fórmula preestablecida. (No se justifica si es sólo un banco).

15.1.2. Comisión de Compromiso

Esta comisión se calcula en forma anual sobre los saldos no utilizados del crédito y se paga durante su período de desembolso. La justificación del cobro de este pago reside en la inmovilización de fondos, debido a que los bancos deben de mantener en reserva los montos que se han comprometido a prestar a la espera que se lo solicite el prestatario.

En otras palabras la comisión corresponde al pago por inmovilización de fondos por parte del Banco, quien los debe mantener disponibles hasta que estos se hayan desembolsado totalmente.

Según se pacte la comisión se computa algunas veces desde el momento en que se remite la comunicación de aceptación de la oferta, en otros a partir de la firma del convenio de préstamo, o a los 90 días de su suscripción y en algunos casos cuando se financian proyectos con un período de desembolso bastante largo, por el desfase que puede existir entre el cronograma del uso de los fondos y

la solicitud de los mismos.

15.1.3. Otras Comisiones.

En algunas oportunidades han aparecido comisiones tales como los llamados de desembolsos, que se cobra sobre las sumas desembolsadas.

15.2. Comisiones referidas al cumplimiento.

15.2.1. Comisión de Agente

Esta es una suma fija anual que se paga al Banco que se designa como Agente para compensar los gastos que incurre en cumplir las funciones que desempeña y obligaciones que contrae en representación de los bancos participantes, de acuerdo al convenio de préstamo.

15.2.2. Comisión de Prepago

Esta comisión aparece en 1973 cuando debido a la liquidez y condiciones del mercado se contraen nuevos créditos con la finalidad de cancelar aquellos vigentes con tasas de interés mayores y plazos de pago menores, a las que prevalecían en ese momento en el mercado.

La finalidad de esta comisión, es desalentar a los prestatarios de

prepagar créditos caros con nuevos créditos más baratos que puedan conseguir en el mercado.

Esta comisión se puede calcular en forma fija sobre el monto de cualquier suma que se prepaga, de acuerdo a una escala, siendo el porcentaje mayor si el prepago se realiza al comienzo de la vida del crédito que al final.

Estos pagos anticipados no goza de la simpatía de los Bancos, en razón que puede significar la cancelación de préstamos rentables, y la colocación imprevista de los recursos recibidos.

Para los prestatarios la posibilidad de pagar anticipadamente es una manera de aminorar los efectos de las alzas de los márgenes de interés y de mejorar la estructura de su deuda, al sustituir créditos con plazos de repago menores por otros mayores, aumentando su capacidad de servicio de deuda. Mediante una adecuada política de pagos anticipados y refinanciación, el prestatario puede asumir mayores deudas y dar mayor seguridad a las instituciones crediticias al mejorar su estructura financiera, lo que permitirá a su vez a los Bancos colocar mayores créditos.

15.2.3. Comisión de Penalidad

De no pagarse el crédito puntualmente, da lugar al pago de una penalidad, consistente en una suma adicional, la misma que en algunos casos es la tasa que debió haberse pagado más un porcentaje adicional, o el costo para los bancos de continuar obteniendo recursos para estas sumas no recuperadas.

16. Otros gastos.

Es regla general que el deudor pague los gastos que representan honorarios legales, del acreedor, publicidad gastos de negociación, viajes, telex, etc.

En algunos casos se fijan montos máximos por estos conceptos, estableciéndose usualmente que estos deberán ser razonables.

CAPITULO V

Diversas operaciones

17. Créditos de un solo prestamista.-
 17.1. Créditos contingentes.- 17.2. Créditos renovables.- 18. Participación de varios prestamistas.- 18.1. Colocaciones privadas.- 18.2. Eurobonos.- 18.2.1. Participantes.-

18.2.2. Contratos. 18.2.3. Costos.- 18.3. Pagarés con tasa flotante.- 18.3.1. Participantes.- 18.3.2. Contratos.- 19. Otras operaciones.- 19.1. Títulos Comerciales.- 19.2. Certificado de depósitos.

17. Créditos de un solo prestamista.

17.1. *Créditos contingentes.* (Stand - by facility).

Esta forma de préstamos se asemeja a los préstamos sindicados, se diferencia de este último en que el prestamista no está restringido a un período de compromiso durante el cual tiene que desembolsar el crédito. Generalmente se paga una comisión de contingencia (contingency fee) hasta que se gire el préstamo.

Estos créditos consisten en la apertura de una línea de crédito a favor de una entidad por una cuantía y plazo concreto, utilizable cuando lo desee el prestatario, y el tipo de interés vigente en el momento de la disposición de los fondos.⁽³⁷⁾

17.2. *Crédito Renovable.* (Revolving Facility).

El crédito renovable lo constituye una línea de crédito bancaria en el cual el cliente paga una comisión de compromiso que le permite girar repetidas veces sobre el préstamo o sobre una parte de este y repagandolo de acuerdo a sus necesidades durante la vida del Convenio.

18. Participación de varios prestamistas.

18.1. *Colocaciones privadas.*

Esta es otra forma de créditos sindicados. Las colocaciones privadas consisten en emitir pagarés con fechas de vencimiento, los cuales son comprados por miembros del sindicato.

Existiendo un mercado de capitales públicos, sujeto a regulaciones, el que se utilizan por entidades con alto prestigio financiero, las colocaciones privadas actúan en un mercado privado,

⁽³⁷⁾ García Vargas, Julián.- «Las Fuentes más recientes de financiamiento internacional». pg.1194. Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública. Vol. XXIII. Nums. 106-107. Julio Pctubre 1973. Madrid. España. pg. 1194.

evitando de esta forma esas regulaciones y permitiendo la participación de emisores más pequeños, con menores estándares de crédito, y no muy familiarizados con las regulaciones del mercado de capitales.

En este sentido no se ofrecen al público en general, ni se cotizan en bolsa, se colocan directamente entre entidades financieras importantes.

Como una alternativa a las emisiones públicas, prestatarios bien conocidos y de prestigio pueden optar por una colocación privada o semiprivada la misma que tiene sustancialmente los mismos términos, condiciones y estructura de una oferta pública, excepto como se ha señalado no hay inscripción en la Bolsa de Valores (stock exchange listing) asimismo su colocación se realiza dentro de grupos.

Los plazos de repago por lo general, son mayores que aquellos que corresponden a los créditos bancarios pero menores a que los ofrecidos en el mercado de capitales públicos.

Desde el punto de vista del costo, en el caso de la venta de colocaciones privadas, es menor que si se tratase de colocaciones de

bonos en el euromercado mediante oferta pública. Este menor costo se debe a que los suscriptores no son muchos, no requiriéndose en consecuencia la impresión de una gran cantidad de prospectos o circulares de ofrecimiento, ni tampoco pagos por derecho de inscripción en la Bolsa.

18.2. Eurobonos.

Dentro del mercado internacional de capitales a largo plazo uno de sus principales elementos lo constituye el mercado de eurobonos, cuyos orígenes datan del año 1963.

El mercado de bonos del eurodólar, como fuente de recursos es un segmento del mercado del eurodólar, los bonos son adquiridos por inversionistas con dólares depositados fuera de los Estados Unidos. Las emisiones de bonos se estructuran de tal manera que permiten que no se requiera un registro previo o la aprobación de cualquier autoridad gubernamental.

La libertad de preoferta de los bonos sin estar sujeto a controles gubernamentales, los distingue de los bonos extranjeros, que son aquellos colocados en un país diferente que el del emisor y denominados en la moneda del país

en que se colocan.⁽³⁸⁾

El mercado se señala,⁽³⁹⁾ «sirve de intermedio entre emisores y tomadores finales de los bonos, basándose en un grupo muy amplio de instituciones intermediarias, las cuales se hacen cargo de las emisiones para colocarla posteriormente entre inversionistas de todo orden que constituirán los tomadores definitivos de los títulos. Estas instituciones, casi siempre Bancos, actúan colectivamente, formando grupos o consorcios internacionales».

Por regla general, los plazos son mayores y los tipos de interés menores que los existentes en el mercado de préstamos de eurodivisas.

La tasa de interés es fija aunque en los últimos años han aparecido títulos con tasas flotantes, a los que se les denomina Pagarés de tasa flotante. (Floating Rate Notes, a los que se les conoce con la siglas de FRN).

Aunque el rendimiento en sentido estricto está determinado por

el tipo de interés y el precio de emisión («issue price»). Entre los participantes en una emisión se tiene a los intermediarios financieros, los cuales garantizan el éxito de la emisión suscribiendo los títulos para su posterior colocación.

18.2.1. Participantes.

En primer lugar se encuentran los que actúan como Gerentes (managers) o miembros de los sindicatos de garantes, que asesoran al emisor y suscriben los títulos en primera instancia. El segundo tipo de entidades son las que actúan como «underwriter» o «grupo de colocación» que suscriben los títulos ofrecidos por los «managers» y se ocupan de colocarlos entre los suscriptores definitivos.

Existe por otra parte, un mercado secundario, requiriéndose la inscripción del título, por regla general, en la Bolsa de Londres o Luxemburgo.

18.2.2. Contratos.

Entre los contratos que se suscriben relacionados con la

⁽³⁸⁾ Clyde Mitchell and Duane D. Wall. - «The Eurodollar Market: loans and bonds». International Finance Law. Published by Euromoney Publications. 1980. pg. 55.

⁽³⁹⁾ J.G. Vargas ob. cit. p. 1199.

emisión se encuentran:

a) El contrato de suscripción (underwriting agreement, llamado también de compra o suscripción agreement) es un Acuerdo entre el emisor y los gerentes (managers), en la cual estos se comprometen a suscribir la emisión en forma conjunta y/o individual.

El acuerdo normalmente contiene una descripción de los bonos, disposiciones referentes a la compensación y indemnización de los suscriptores, condiciones, compromisos y representaciones por parte del emisor, así como la ley aplicable y jurisdicción.

b) Acuerdo entre los suscriptores. En este contrato las partes lo constituyen los suscriptores de la emisión. En este los suscriptores autorizan a aquellos que actúan como gerentes de los suscriptores a que oferten los bonos a través del grupo de ventas.

c) Acuerdo de venta. Es el acuerdo entre el Gerente, en representación del emisor. Contiene el mecanismo de reparto entre el grupo de ventas así como los

procedimientos que tienen que seguirse para asegurar que la emisión se coloque de acuerdo con las leyes aplicables.

d) Acuerdo de fideicomiso (trustee) o de agente fiscal. Mediante este acuerdo se designa a quien actuará en representación de los tenedores de los bonos. El fideicomisario tiene una obligación fiduciaria con los tenedores de bonos, pudiendo actuar incluso sin requerir la reunión de los mismos, teniendo la capacidad de plantear la aceleración del vencimiento de la emisión, en caso de incumplimiento del acuerdo de suscripción.

En cuanto al acuerdo de designación de agente fiscal, este es nombrado por el emisor, y cuando no se halla designado un fideicomisario, el agente fiscal no tiene el derecho de acelerar los vencimientos en caso de incumplimiento, en este caso cada tenedor del bono actuará independientemente para acelerar el vencimiento de su bono. Entre otras labores del agente fiscal se encuentran, la autenticación de los títulos procedimiento de entrega y pagos, etc.).⁽⁴⁰⁾

⁽⁴⁰⁾ Freiman, p. 3

- Acuerdo de agente pagador. Se suscribe entre el emisor y cada uno de los agentes pagadores, se especifica la función del agente pagador en lo que se refiere a efectuar los pagos, así como, el cambio de bonos por otros de diferentes denominaciones, o la emisión de nuevos bonos por aquellos que se han perdido o destruido.

18.2.3. Costos.

Los costos de la emisión lo determinan las comisiones que han de pagarse a los participantes en dicha emisión, tales como los gerentes, suscriptores y vendedores. Por otra parte los bonos pueden colocarse al público en un valor inferior a su valor nominal, bajo la par, lo que determinan que el emisor reciba un monto menor al que figura como monto de emisión.

18.3. Pagaré con tasa flotante (*Floating Rate Note*).

La primera emisión de esta clase de pagarés se efectuó en 1971, en razón de las alzas de las tasas de interés, los bancos buscaron de un medio para protegerse contra estas fluctuaciones que podían serle adversos y a su vez tratar de asegurar la disponibilidad de fondos. En los últimos años este mercado se ha

desarrollado muy rápidamente.

A estas emisiones se les conoce con la denominación FRN.

Esta clase de emisiones son parecidas a las emisiones de eurobonos, tanto con lo que se refiere a su estructura, documentación, comisiones y gastos.

Se diferencia en que el interés es flotante, se fija por regla general cada 6 meses, aunque en algunos casos cada 3 meses, tomando como base el LIBOR, más un margen sobre este de 1/4 del 1%, en algunas emisiones, se ha utilizado como base la tasa media del Mercado Interbancario de Londres (London Interbank Middle Rates), la misma que por constituir un promedio entre las tasas de oferta y demanda es algunos puntos menos que la primera.

La tasa de interés es fijada por el Banco Agente de acuerdo a las cotizaciones de los Bancos de la Referencia, en relación con el LIBOR, por otra parte algunos FRN garantizan una tasa mínima que fluctúa entre 5-1/4% y 7% por año, bien sea por toda la vida de la emisión o por un período limitado.

Las tasas flotantes de estos títulos representan inversiones con

una rentabilidad alta, y a su vez líquidas por la existencia de un mercado secundario.

En lo que concierne al plazo de vencimiento de estas obligaciones, el mismo es de 5 a 7 años, aunque algunas veces ha habido emisiones con vencimiento de hasta 15 años.

Lo usual es que el pago que el prestamista debe efectuar por el monto del título que ha emitido se realice en su totalidad a su vencimiento (bullet).

18.3.1. Contratos

Para poder efectuar esta clase de emisiones se requiere se efectúen los siguientes contratos:

- a) Acuerdo de suscripción.
- b) Acuerdo de agencia de determinación de intereses.
- c) Acuerdo de Agencia Fiscal.
- a) **Acuerdo de suscripción.**

En este Acuerdo las partes que intervienen son los Gerentes (Manager), los emitentes de los Pagarés de Tasa Flotante (FRN) llamados también suscriptores,

quienes suscriben los Pagarés.

Este Acuerdo determina el precio de emisión y el descuento a este precio por concepto de la venta (selling group price). Los FRN requieren ser listados, además de un memorándum de oferta (offering circular).

Asimismo, el suscriptor autoriza a los Gerentes para que ofrezcan los Pagarés en su nombre, a Bancos, intermediarios, etc. seleccionados por los Gerentes, a quienes se les denomina grupo de venta.

Por parte, los Gerentes tiene por obligación de entregar al emisor, en el día de cierre, el dinero que corresponde al monto de Pagarés emitidos, descontándose de dicho monto la comisión de venta y otros gastos incurridos.

Entre las otras cláusulas que contiene este Acuerdo están aquellas referidas a las declaraciones, las mismas que guardan una estructura similar a la de los contratos de préstamo en eurodólares, estableciendo entre otras que las información contenida en el offering circular, en que los Estados Financieros presentados son verdaderos y reflejan la situación del emisor, que los Pagarés y los

cupones tiene un rango pari-passu con otras deudas del emisor, que se han obtenido las autorizaciones respectivas para efectuar la emisión, que se tiene facultades para hacerlo, que los pagos se harán libres de impuestos, etc.

Asimismo, las cláusulas concernientes a las condiciones previas que cumplir para que el Acuerdo entre en vigente, la misma que está referida a aspectos tales como:

La emisión de opiniones legales, la celebración del Acuerdo de Agencia Fiscal, y del Acuerdo de Agencia de Determinación de Intereses, Declaración que no existen cambios adversos a la fecha de cierre, etc.

Asimismo como aquellas referentes a gastos, notificaciones, Ley y jurisdicción aplicable, de autorización a los Gerentes, para efectuar transacciones de los Pagarés en el mercado abierto (open market) a fin de estabilizar o mantener su precio en el mercado soportando las pérdidas o ganancias que podrían haber.

b) Acuerdo de Agencia de Determinación de Intereses.

Se efectúa entre la entidad

emisora y el denominado Agente de Referencia.

El Acuerdo tiene por finalidad que el emisor nombre a un experto independiente para calcular y establecer la tasa de interés y el monto de cupón, el mismo que es llamado Agente de Referencia, debiendo este último aceptar su nombramiento.

Para que el Agente determine la tasa de interés debe tomar en cuenta la cotización de las ofertas de los llamados Bancos de la Referencia a los Principales Bancos, por depósitos en dólares en el mercado interbancarios de Londres, por tal período de interés (LIBOR).

Por otra parte, el Acuerdo establece el margen que deberá pagarse sobre dicha tasa, los nombres de los Bancos de la Referencia, el caso en que no exista cotizaciones por parte de uno de los Bancos o de ninguna de ellas, el monto de pagos por lo servicios del Agente, las obligaciones de este último y el caso de su renuncia o reemplazo.

c) Acuerdo de Agencia Fiscal.

El Convenio se celebra entre el Emisor por una parte y las entidades que actúan como Agente

Fiscal y como Agentes Pagadores por la otra.

El Agente Fiscal tan pronto como haya sido avisado por el Agente de la Referencia de la tasa de interés y del monto de los cupones coordinará con los llamados Agentes Pagadores para el pago del principal y los intereses de los Pagarés con cargo a los fondos a ser provistos por el emisor al Agente Fiscal, según el procedimiento que en el Acuerdo se establece.

Los pagarés y los cupones una vez cancelados por el Agente Fiscal o los Agentes Pagadores, serán remitidos al emisor, con un certificado indicando la suma pagada, número de serie de los Pagarés y cupones, etc.

El Acuerdo contempla asimismo, aspectos referentes al reemplazo de los pagarés o cupones por pérdidas o destrucción de los mismos, a la renuncia o reemplazo del Agente Fiscal o de los Agentes Pagadores, el nombramiento de su sucesor, condiciones de su nombramiento, presentación al Agente Fiscal de los estados financieros del emisor, etc.

19. Otras operaciones.

19.1. *Títulos Comerciales Europeos.*

El desarrollo de los títulos comerciales europeos comienza a mediados de los años 1960, debido a las medidas restrictivas de los Estados Unidos destinadas a impedir la exportación de capitales, a efectos de obtener recursos varias corporaciones de ese país emiten títulos en dólares a los que se les denomina títulos comerciales los que son colocados a través de agentes de bolsa (dealers) los **delears** en la ciudad de Londres.

El título europeo o título comercial es un pagaré sin garantía específica, con un vencimiento fijo, a corto plazo (generalmente de 30 a 180 días), es al portador y libremente negociable, existiendo un mercado secundario para estos títulos.

Estos títulos son emitidos por las grandes organizaciones industriales, y son vendidos en base a descuento, o devengando interés pagaderos al vencimiento del título. El interés, ésta basado en el Libor más una pequeña sobretasa. En el caso del descuento el interés se deduce por adelantado del monto principal de cada pagaré al tiempo de su compra. Las obligaciones son usualmente en dólares, aunque también se emiten títulos en otras

monedas.

Se señala⁽⁴¹⁾ que el factor que da un rol importante al mercado de estos títulos en los Estados Unidos está ausente en el mercado del Eurodólar. En los Estados Unidos dicho título comercial no es considerado un título valor⁽⁴²⁾ por ley y así no está sujeto a los trámites del proceso de registro establecido por la Comisión de Valores Americana (SEC). En el euromercado no hay tal procedimiento de registro. Sin embargo, el factor más importante se refiere a la tasa de interés.

El título comercial elimina la diferencia del margen entre la tasa de depósito y la tasa de préstamo, permitiendo al prestamista y prestatario compartir ésta diferencia. En el euromercado estos márgenes son menores, existiendo sólo un pequeño ahorro a ser obtenido evitando el sistema de intermediación financiera de aquí, se indica la falta de suceso de los títulos

comerciales europeos.

Los mecanismos de estas emisiones son más simples y menos costosos que los préstamos a mediano plazo y emisiones de bonos.

En cuanto al costo de la emisión se tiene por una parte la comisión del agente, la misma que comprende la preparación del prospecto y la colocación del pagaré y por otra parte el costo de la tasa del mercado interbancario de Londres (LIBOR), más una sobre tasa para compensar el riesgo.

Para el inversionista, este título le ofrece la ventaja de poder diversificar el portafolio de sus activos a corto plazo con títulos negociables, de primera calidad y alto rendimiento, comparable con la tasa de interés que percibiría para préstamos a corto plazo. Para las grandes compañías americanas y las corporaciones multinacionales quienes son los posibles emisores del título este les ofrece fuentes de

⁽⁴¹⁾ The International money market.- Gunter Dufey, Ian H. Giddy. p. 21 Prentice - Hall Foundations of Finance Series 1978 U.S.A.

⁽⁴²⁾ (James L. Hildebrand, *Enter Commercial Paper Euromoney*, Julio 1980, pág. 175).
«Enter Euro-commercial paper» James L. Hildebrand, *Euromoney* July 1980, p. 175-178.
«The Growing use of the Commercial Paper Market». James M. Walsh. *Euromoney*. May 1981, p. 1159-160.

financiamiento a corto plazo que les sirva para financiar capital de trabajo y requerimientos estacionales, la misma que está dada por la existencia de un mercado secundario. Los títulos comerciales tienen un costo menor para el emisor que un préstamo bancario directo, debiendo añadirse la liquidez de estos títulos en el mercado.

19.2. Certificado de depósitos en eurodólares.

La falta de liquidez de los depósitos a plazos y su consecuente falta de atractivo para los inversionistas determinó que los Bancos creasen los certificados de depósitos negociable, o CD en forma abreviada ⁽⁴³⁾. El principal propósito de los bancos americanos en emitir CDS negociables y en organizar un mercado secundario de estos en New York fue atraer más depósitos a plazos permitiendo a los depositantes retirar su dinero antes del vencimiento del depósito. Esta misma ventaja es perfectamente válida respecto a los dólares

depositados fuera de los Estados Unidos. ⁽⁴⁴⁾

Los certificados de depósitos que ya se habían desarrollado en los Estados Unidos, fueron emitidos en 1966 en el mercado de Londres por iniciativa del Citibank ⁽⁴⁵⁾, tomando como base los CD del mercado americano, conociéndoseles con el nombre de certificado de depósitos en Eurodólares (Eurodollar certificates of deposit).

El certificado de depósitos es un instrumento negociable emitido por un banco evidenciando un depósito por una suma determinada de dinero, con una fecha de vencimiento y que devenga un interés, fijo más que un descuento. Los términos del vencimiento varían entre 1, 3, 6 y 12 meses, y en algunos casos hasta 5 años. La tasa de interés es fijada cada mañana y debido a su liquidez tiende a ser ligeramente menor (1/8) que aquella ofrecida por depósitos a plazos en eurodólares por vencimiento similares, (alrededor de 1/8 por ciento). ⁽⁴⁶⁾

⁽⁴³⁾ Stigum, Marcia.- Ob.cit., pg. 30.

⁽⁴⁴⁾ Einzig, Paul.- «Parallel Money Markets. Vol. One: The New Markets in London». The Macmillan Press Ltd. 1971. pg. 156.

⁽⁴⁵⁾ Stigum, Marcia. Ob.cit., pg. 416.

⁽⁴⁶⁾ Einzig, Paul.- Ob.cit., pg. 163.

Por otra parte, la tasa de interés que los bancos ofrecen sobre los CDS dependen de su vencimiento, el deseo de emitir nuevos certificados de depósitos y el nivel general de la tasa de interés a corto plazo.⁽⁴⁷⁾

A diferencia de los depósitos a plazos que se consideran activos no líquidos aunque si bien es cierto que estos depósitos pueden contener una cláusula de escape bajo la cual los bancos pueden prepagar el depósito antes de su vencimiento previo pago de una penalidad, los certificados de depósitos puedan ser liquidables fácilmente mediante su venta.

Los inversionistas en vez de hacer un depósito directo compran estos documentos negociables,

pudiendo mantenerlo hasta su vencimiento o venderlo en el mercado secundario.

Estos certificados son al portador y cambian de tenedor sin necesidad de endoso.

Asimismo pueden ser emitidos a una tasa fija de intereses durante la vida del certificado, o variable (flotante), la mismas que se reajusta periódicamente, (seis meses) según la tasa del mercado de Londres.

Estos certificados de depósito constituyen técnicamente, depósitos a plazo y no un préstamo, registrándose como depósito en los estados financieros del Banco emisor.

⁽⁴⁷⁾ Stigum, Marcia.- Ob.cit.pg. 30.