

CONTRATO DE SINDICACIÓN DE CRÉDITO

Diego Peschiera Mifflin*

En un mundo que exige cada día más desarrollo y crecimiento, los préstamos bancarios son herramientas cruciales del mercado para financiar todo tipo de proyectos y programas. En ese sentido, es de suma importancia establecer mecanismos que incentiven a los bancos y otras entidades a ofrecer grandes préstamos, a pesar de los riesgos inherentes a la intermediación financiera indirecta.

En el siguiente artículo, el autor nos introduce en el mundo de los créditos sindicados, explicando sus características y particularidades, y mostrando cómo contribuyen a la existencia de préstamos de gran envergadura.

* Abogado por la Universidad de Lima y Master en Derecho por la Universidad de Nueva York. Socio del Estudio Rodrigo, Elías & Medrano, Abogados.

1. NOCIÓN DE CONTRATO SINDICADO

La contratación sindicada surge principalmente como una herramienta financiera que permite a bancos y a otras entidades financieras o prestadoras de crédito (i) prestar dinero y proveer financiamiento por encima de los límites individuales de cada prestamista establecidos por la legislación local de cada uno de ellos y (ii) diversificar y compartir el riesgo crediticio de un mismo deudor entre más de un banco al mismo tiempo.

Debido, principalmente, a esas dos razones es que la contratación sindicada surge como una herramienta financiera muy usada tanto en el mercado local como en el internacional.

En consecuencia, no sólo los créditos sindicados son frecuentes y necesarios para los grandes financiamientos que hacen inevitable que los bancos excedan sus límites individuales para prestar dinero, sino que, muy frecuentemente, se recurre a esta modalidad de contratación para financiar proyectos o simplemente prestar dinero en la medida en que el prestamista no desee mantener un riesgo de crédito alto con un mismo deudor y por eso decida sindicarlo de tal manera que participen otros sujetos que estén en disposición de participar del mismo riesgo.

2. OBJETO DEL CONTRATO SINDICADO

El principal objetivo de la contratación sindicada tiene que ver con el establecimiento de un conjunto de normas comunes a todos los prestamistas, tratándose como si fuera un solo crédito, lo que en realidad es. Todos los términos y condiciones del contrato son idénticos para todos los bancos participantes, ya sean estos dos o más bancos tratándose de operaciones consideradas como “mega proyectos”.

Como se tratan de reglas y condiciones comunes para el deudor, no hay prácticamente diferencia –salvo los costos que se tratarán más adelante– entre suscribir un crédito con un solo prestamista o con una diversidad de prestamistas, pues su contraparte siempre será una sola persona denominada “agente” (función que se explicará más adelante).

Otro de los objetivos fundamentales de este tipo de contratación es que ante un mismo proyecto se logra negociar con diversos prestamistas al mismo tiempo y bajo el mismo esquema de términos y condiciones. Incluso la contratación sindicada otorga la ventaja de poder establecer, en los casos que así se negocien, términos financieros diversos y distintos para determinados prestamistas.

Como veremos más adelante, se pueden estructurar operaciones con diversos tramos de deuda (*tranches*) con vencimientos y condiciones financieras distintas, pero siempre estructuradas bajo un solo contrato y administrado por un mismo agente. Por esa razón, el grado de *expertise* del estructurador resulta vital para poder “crear” un documento coherente y que satisfaga las necesidades del cliente y del proyecto.

3. PARTES INTERVINIENTES EN EL CONTRATO SINDICADO

Los créditos sindicados se caracterizan no sólo porque constituyen contratación compleja debido a los proyectos o los montos involucrados, sino porque en condiciones normales intervienen muchas partes en el contrato, ya sea en la estructuración, como partes obligadas en el contrato, o en su administración.

3.1. Estructurador

Normalmente, el estructurador, también denominado *arranger*, es un banco local o internacional con experiencia en estos procesos complejos.

A su vez, el banco estructurador puede asociarse con uno u otros bancos y participar en un determinado crédito como co-estructurador o *co-arranger*, compartiendo obligaciones y funciones, y también, sin duda, las comisiones que se cobran por este tipo de trabajo.

Las funciones y responsabilidades básicas del estructurador pueden resumirse, entre otras, en las siguientes:

- (i) Propone una estructura legal y financiera especialmente diseñada para el cliente en función a sus necesidades financieras y/o el desarrollo, implementación o inicio de un determinado proyecto.
- (ii) Consigue y trabaja para que otros bancos participen en el crédito como prestamistas, es decir, lidera el proceso de sindicación propiamente dicho.
- (iii) Brinda asesoría financiera y legal al cliente en los temas relacionados con el desarrollo del proyecto.
- (iv) Evalúa la viabilidad del proyecto que se financia y propone alternativas de mejoras a fin de que eventuales prestamistas se interesen en invertir y participar en el crédito.

(v) Contrata a los abogados que se encargarán de hacer el *due diligence* del cliente y del proyecto a financiar, así como la redacción del contrato de crédito y del paquete de garantías comunes para todos los prestamistas.

(vi) Se encarga de la negociación de todos los términos y condiciones financieras y legales con el cliente y es el vínculo entre los prestamistas y el cliente en caso la negociación se haga en forma simultánea con todos ellos.

3.2. Prestamista

Es el banco local o internacional (incluso puede ser el propio estructurador), entidades y agencias multilaterales que financian y realizan los desembolsos requeridos y comprometidos a favor del prestatario en el contrato de crédito sindicado.

3.3. Prestatario

Es el cliente que requiere del financiamiento y a favor de quien los prestamistas se han obligado a hacer determinados desembolsos en virtud del contrato de crédito sindicado.

El prestatario puede ser, por cierto, una persona natural o jurídica, pero atendiendo al monto de la operación lo más probable es que sea una persona jurídica o quizá un fondo de inversión o un patrimonio fideicometido; eso dependerá de la estructura de la operación y del proyecto de que se trate.

3.4. Agente administrativo

Como en los créditos sindicados participa más de un banco simultáneamente, la administración del crédito durante su vigencia necesita de una persona especializada en dicha función, pues, de lo contrario, el prestatario estaría forzado a enviar toda la información a que se encuentra obligado a cuantos bancos participen del crédito sindicado, haciendo muy ineficiente y costosa la administración del crédito.

Además, en el caso del reembolso del crédito y/o de sus prepagos, el principio general de los créditos sindicados es que estos pagos se distribuyen a prorrata y en la misma proporción que cada prestamista tenga en el crédito, de tal manera que ninguno se vea favorecido (o perjudicado) con un pago distinto al que le corresponda recibir.

Igualmente, se evita que un prestamista reciba el pago que le corresponde y otro no. En virtud de ello es que surge la figura necesaria del agente administrativo.

El agente administrativo siempre es un banco (incluso puede ser el propio estructurador o un determinado prestamista) que tiene como principal función la de administrar y hacer el seguimiento al cumplimiento de las obligaciones y compromisos establecidos en el contrato de crédito sindicado por parte del prestatario.

Así, por ejemplo, el agente administrativo debe centralizar y recolectar los pagos que correspondan al reembolso del crédito sindicado para, luego, distribuirlos a cada prestamista en función a su participación en el crédito.

El seguimiento del cumplimiento de todas las obligaciones del contrato es responsabilidad del agente administrativo. El prestatario debe enviar los estados financieros, las comunicaciones a que se encuentre obligado conforme al contrato, informes, tasaciones, entre otras al agente administrativo, quien, a su vez, comunicará lo que sea relevante a los prestamistas para que estén debidamente informados.

Otra función no menos importante del agente administrativo es la de llevar el registro de los prestamistas del crédito sindicado. Se encarga, por ende, de ser el *book runner* del crédito sindicado y por tanto debe registrar cualquier cesión de derechos o posición contractual que eventualmente lleven a cabo los prestamistas durante la toda vida del crédito sindicado.

3.5. Agente de las garantías

Al igual que el agente administrativo, el agente de las garantías es un banco (incluso puede ser el propio estructurador o un banco prestamista) y tiene como principales funciones:

- (i) Administrar los contratos de garantías que el prestatario haya otorgado en respaldo del crédito.
- (ii) Ejecutar las garantías por orden y cuenta de los prestamistas.
- (iii) Recuperar los montos provenientes de la ejecución para ser distribuidos entre los prestamistas en forma proporcional a su participación en el crédito sindicado.

El prestatario otorga y constituye las garantías a nombre del agente de las garantías pero en beneficio de los prestamistas.

Esta es una característica muy importante de los créditos sindicados, pues de otra forma sería muy impráctico y además costoso tener que registrar y constituir las garantías a favor y a nombre de cada uno de los prestamistas, ya que en determinados créditos dichos prestamistas pueden ser decenas de bancos locales o internacionales.

4. TIPOS DE CRÉDITOS SINDICADOS

Los créditos sindicados pueden clasificarse en función al objetivo perseguido con el financiamiento y el uso y destino de los fondos.

En tal sentido, los créditos sindicados pueden clasificarse en los siguientes, sin que esta lista sea por cierto excluyente:

- (i) Créditos para financiamiento de proyectos (*project finance*).
- (ii) Créditos para la adquisición de bienes muebles o inmuebles (incluyendo acciones o participaciones sociales de sociedades).
- (iii) Créditos para refinanciación de pasivos.
- (iv) Créditos para fines corporativos diversos.
- (v) Créditos puente (*bridge loans*).

En función al tipo de financiación de que se trate, los contratos de crédito deberán tener cláusulas adecuadas y estructuradas para ese tipo de financiación.

Así por ejemplo, si se trata de financiar un proyecto (*project finance*), entonces necesariamente deben incorporarse cláusulas y pactos especiales que le den solidez a la estructura y mitiguen o reduzcan los posibles riesgos del proyecto, como por ejemplo, el riesgo de completar o culminar el proyecto o también denominado en el lenguaje especializado como *completion risk*.

Mitigar este riesgo a través de la implementación de una garantía especial es vital dentro de la estructura del financiamiento. Este tipo de garantías especiales se denominan *completion guarantees*.

Igualmente, si se trata de un financiamiento puente o crédito puente, entonces el estructurador debe prever que dicho crédito será

totalmente prepagado con un financiamiento de mediano plazo, dado que por su naturaleza, el crédito puente es de corto plazo y temporal y se estructura y desembolsa mientras se termina de negociar el financiamiento definitivo. Por esa razón se denomina "puente", principalmente, porque une o enlaza dos operaciones de financiamiento distintas, pero sólo uno permanece vigente en el tiempo, es decir, uno se prepa con el otro.

Es importante señalar que en el caso de un financiamiento "puente", el desembolso del crédito normalmente sólo se instrumenta a través de un pagaré, a diferencia de un contrato complejo y estructurado que suele caracterizar a los créditos sindicados en general.

La ventaja para el prestatario que emite dicho título valor es que el desembolso del "puente" es rápido y no tiene que invertir tiempo y dinero en asesores o abogados negociando cláusulas, obligaciones y *covenants* propias de un contrato de crédito.

Dicha negociación será inevitable cuando llegue el momento de la suscripción del respectivo crédito sindicado. Asimismo, lo más probable es que existan tantos créditos "puente" como participantes en el futuro crédito sindicado, pues cada banco participante deberá desembolsar su compromiso en forma independiente para luego consolidar todos los "puentes" en un único crédito.

Si bien no es el objetivo principal del presente trabajo tratar en detalle sobre cada uno de los tipos de financiamiento antes indicados, considero de suma importancia que por lo menos tratemos algunos alcances generales sobre lo que se entiende por financiamiento de proyectos.

4.1. Financiamiento de proyectos

4.1.1 Noción general

El crecimiento del financiamiento de proyectos en el mundo en los últimos treinta años se debe, básicamente, al proceso de desregulación estatal y a los procesos de privatizaciones de activos y derechos del Estado sobre sus propiedades, así como el otorgamiento de concesiones de infraestructura y explotación de servicios en los países en vías de desarrollo.

La ola privatizadora de los años noventa hasta la fecha, en el mundo, ha originado que proyectos que requerían de grandes cantidades de dinero

para desarrollarse pudieran finalmente hacerse realidad a través del otorgamiento de concesiones o procesos de privatización llevados a cabo por los gobiernos de estos Estados. Gracias a ello se ha permitido que el sector privado ponga en marcha estos proyectos con el consiguiente crecimiento económico que ello supone para los países.

El financiamiento de proyectos se ha convertido entonces en un mecanismo que permite el desarrollo de proyectos medianos y de envergadura, y para cuya estructuración resulta de vital importancia la contratación sindicada.

4.1.2 Características básicas de los financiamientos de proyectos

El financiamiento de proyectos tiene, normalmente, los siguientes principales caracteres:

- (i) El proyecto se desarrolla y ejecuta a partir de la constitución de una sociedad de propósito especial (en adelante, "SPE") a la que, técnicamente hablando, se le denomina el *project company*. Esta SPE será el sujeto de crédito del eventual financiamiento.
- (ii) Los principales activos de esta SPE son los contratos de concesión, licencia u otros del mismo tipo. Como se trata de una sociedad recién constituida, no existen pasivos o contingencias de tipo laboral o tributario, y por tanto el *due diligence* que se lleve a cabo debe centrarse en los contratos que aportarán los flujos de dinero al proyecto y los contratos de concesión y construcción respectivos (estos últimos denominados contratos EPC por sus siglas en inglés *engineering, procurement and construction contract*).
- (iii) Los prestamistas basan su financiamiento en el flujo de caja proyectado de la SPE en lugar del valor de sus activos o los resultados económicos históricos.
- (iv) Las principales garantías para los prestamistas son los contratos de concesión, licencias o propiedad sobre ciertos derechos de la SPE y las acciones de las SPE. Dichos contratos se denominan *project agreements*.

(v) Los patrocinadores o sponsors del proyecto prestan su garantía en forma limitada a través de garantías corporativas. Éstas normalmente cubren el eventual *completion risk* o riesgo de falta de cumplimiento del proyecto.

(vi) Altos niveles de deuda para financiar el proyecto.

Como para los prestamistas la garantía de su préstamo esta basada en la generación del flujo de caja y en los *project agreements*, resulta importante que se sepan cuales son los contratos que normalmente se otorgan en garantía y que la SPE suscribe con el Estado, o la agencia promotora de la inversión privada respectiva, en los casos que se trate de una concesión gubernamental.

En tal sentido, los dos tipos de contratos de concesión más utilizados y que pueden ser hipotecados son:

- (i) Contratos BOOT (por sus siglas en inglés: *build-own-operate-transfer*). A través de este contrato la SPE construye el proyecto, es de su propiedad, lo opera y al cabo de unos años (normalmente plazos muy largos, 30 años o más) transfiere el proyecto y su propiedad al Estado.
- (ii) Contratos BOT (por sus siglas en inglés: *build-operate-transfer*). A diferencia del caso anterior, la SPE nunca es propietaria de lo activos que construye, sólo se limita a recibir alguna renta en función a la operación del proyecto por parte del Estado.

En el Perú existen varias experiencias en relación con financiamiento de proyectos con el respaldo de una hipoteca sobre un contrato BOOT¹. Estas hipotecas se inscriben incluso en un registro especial en los Registros Públicos respectivos.

5. CLÁUSULAS TIPO EN LOS CONTRATOS SINDICADOS

Un contrato de crédito sindicado típico tiene diversas cláusulas cuya redacción es típica en el mercado.

¹ A modo de ejemplo, se pueden citar, entre otros:

- (i) El proyecto del gas de Camisea.
- (ii) El proyecto de distribución del gas en Lima y Callao.
- (iii) El contrato de concesión BOOT para la línea de transmisión Mantaro – Socabaya (Transmantaro).

Es importante que el estructurador del crédito utilice cláusulas estándares cuya redacción sea conocida en el mercado, porque la estandarización ayuda de manera importante para que en el futuro esa posición crediticia pueda ser cedida o vendida con mayor facilidad a terceras entidades o bancos participantes.

La redacción de cláusulas hechas a la medida del prestatario o de la operación pueden evitar o disminuir las posibilidades de cesión o venta de un prestamista original en favor de otro, perjudicando la circulación del crédito, que es justamente una de las finalidades de la contratación sindicada.

Muchos prestamistas de créditos sindicados participan inicialmente con la intención de poder vender su participación a otros bancos o terceros interesados en el futuro. Para ello, resulta importante que los contratos permitan no sólo su fácil cesión, sino que las cláusulas del contrato sean en la medida de lo posible estándares, de tal manera que los bancos interesados puedan identificarlas rápidamente y no sean conflictivas para sus intereses.

5.1. Cesión de derechos en los créditos sindicados

En los créditos sindicados grandes, es decir aquellos que financian proyectos de infraestructura o mega proyectos y en los que, en consecuencia, participan muchos bancos al mismo tiempo prestando el dinero; la cláusula de cesión del crédito tiene especial relevancia pues es bien analizada por los abogados de los bancos interesados en comprar una participación del crédito.

Lo que se pacta, normalmente, en una cláusula como esa es que el banco prestamista puede ceder libremente su participación del crédito a cualquier otro banco participante o a un tercer banco, siempre que dicha cesión no incremente los costos tributarios del deudor, es decir, que sea inocuo para el deudor.

El consentimiento del deudor no es necesario, salvo que los costos tributarios originados por el cambio de acreedor se incrementen o suceda algún otro caso expresamente establecido en el contrato.

Si por ejemplo, se cede una parte de la colocación a un banco del exterior (cuando el banco cedente es peruano) ello va a originar necesariamente mayores costos tributarios para el prestatario pues

existe Impuesto a la Renta del banco o persona no domiciliada en el Perú y ese mayor costo debe ser retenido (*withholding tax*) sobre los intereses pagados al beneficiario del exterior con una tasa de 4.99% o 30% dependiendo de los casos de que se trate.

Como es de suponer, si se quiere que ese mayor costo lo asuma el prestatario, entonces esto debe estar expresamente pactado y acordado en los documentos del crédito sindicado o, de no estarlo, el prestatario debe dar su consentimiento expreso, pues, de lo contrario, será un costo del banco cesionario, lo cual puede limitar la posibilidad de ceder participaciones o posiciones acreedoras en créditos sindicados.

Asimismo, entre otros requisitos que normalmente se contempla en una cláusula típica como la de cesión de derechos es importante señalar que:

- (i) El banco cesionario tenga un patrimonio mínimo determinado.
- (ii) Se encuentre registrado en el banco central del país de origen del deudor, esto es básicamente para fines de la rebaja de la tasa de retención del Impuesto a la Renta que le correspondería pagar al deudor por los intereses que se paguen a dicho banco extranjero.
- (iii) Se sustituyan los pagarés emitidos por el deudor a favor del banco cedente por otro similar emitido a nombre del banco cesionario.
- (iv) La cesión sea comunicada y registrada por el agente administrativo del contrato sindicado. Esto último es un detalle importante pues mientras no se registre el nuevo acreedor, el agente administrativo no podrá hacerle los pagos a prorrata o enviarle las comunicaciones a que esté obligado por el contrato de crédito sindicado. Normalmente, por esta labor de registro, el agente administrativo cobra un honorario previamente acordado y establecido en el contrato de crédito sindicado.

El registro del prestamista en el banco central del país de nacionalidad del prestatario o en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (como en el caso de México) es importante pues sin él la tasa de retención (*withholding tax*) sería mayor.

No todos los países exigen este registro, pero se exige en algunas plazas importantes en

financiamientos internacionales o en aquellas en donde existen controles de cambio, como, por ejemplo, se puede citar a México y la mayoría de países de Centro América. Los países de Sudamérica que tienen control de cambios y que exigen algún tipo de registro en el banco central o entidades gubernamentales son, principalmente, Brasil, Colombia y Venezuela, aunque recientemente Brasil ha flexibilizado su régimen cambiario.

Por otro lado, para facilitar y además estandarizar el proceso de cesión de las acreencias en los créditos sindicados, el paquete de documentos de la operación normalmente incluye un formato de *assignment agreement*, es decir, un formato estandarizado de contrato de cesión de derechos que se deberá seguir y utilizar a fin de poder llevar a cabo una cesión del crédito sindicado.

Vale la pena mencionar que en los créditos sindicados internacionales o aquellos regidos por la ley del Estado de Nueva York (que son la gran mayoría), existe la posibilidad de que un determinado acreedor no desee ceder su derecho, sino más bien quiera “participar” el riesgo con un segundo banco. Para ello, el segundo banco debe suscribir un *participation agreement* en donde se establece las condiciones de la participación.

Una de las condiciones que se pacta, y por eso es una “participación” y no una “cesión”, es que el deudor no tiene conocimiento que esto ha ocurrido, es decir, para todos los efectos del contrato de crédito sindicado, el banco original sigue siendo el acreedor frente al deudor, no obstante ha “participado” su crédito.

En tal sentido, el agente administrativo sabe que ha habido una participación del crédito pero los pagos debe hacérselos al banco original, quien luego transferirá el flujo que corresponda al *participating bank* conforme a los términos que se hayan pactado y acordado en el *participation agreement*.

En muchos casos, esta modalidad de contratación muy sofisticada es conocida también como *silent participation* o *risk participation*, pero en la práctica tienen un significado muy parecido.

5.2. Pagarés y promissory notes

Los desembolsos de un crédito sindicado se instrumentan a través de la emisión de pagarés o *promissory notes* dependiendo de si se elige la ley peruana o la ley del Estado de Nueva York, respectivamente. Estos títulos valores se emiten a

favor de cada banco o prestamista participante hasta por el monto total de su desembolso. Normalmente, esos instrumentos son títulos valores causados, es decir, están vinculados directamente al contrato de crédito, pero no siempre esa es la regla.

Resulta importante resaltar en este acápite que pueden darse casos en los que, por ejemplo, el crédito sindicado se encuentre regido por la ley de Nueva York y el desembolso del dinero prestado se instrumente a través de la emisión por parte del prestatario o deudor peruano de un pagaré regido por la ley peruana.

Entonces, en el caso planteado en el párrafo anterior, tendremos, por un lado, un contrato sindicado regido con ley extranjera y, por el otro, un pagaré peruano. Cosa curiosa pero válida y perfectamente legal. Es más, esa es la práctica internacional. Lo que ocurre es que si se trata de un incumplimiento exclusivamente de pago, lo más probable es que el banco acreedor ejecute el título valor en el Perú, de acuerdo a las leyes peruanas; mientras que si se trata de cualquier otro incumplimiento lo hará en el foro extranjero y aplicando dicha ley extranjera.

5.3. Toma de decisiones en los créditos sindicados

Una de las reglas más importantes de la filosofía de los créditos sindicados es la toma de decisiones. En efecto, como se trata de un contrato colectivo en el que participan varios acreedores simultáneamente, las diversas decisiones que se deben tomar al interior del grupo acreedor se toman por mayoría simple teniendo en cuenta el saldo vigente de la porción de acreencia que le corresponde a cada uno. En algunos casos especiales, se puede pactar mayoría calificada del 66% o más del saldo de la deuda vigente.

En tal sentido, un dólar, un sol o la unidad de cualquier otra moneda, equivale siempre a un voto. Por ningún motivo se debe pactar que el voto será por cada acreedor o prestamista, pues cada acreedor tendrá una exposición crediticia distinta y, como es obvio, no vale lo mismo el voto de un acreedor que tiene como saldo acreedor un dólar frente a uno que tiene cien; lo lógico es que se vote en función a su participación en la deuda total del cliente en determinado crédito. Por tanto, esta es una regla de sindicación muy importante.

Pero, ¿cuándo se requiere el voto de los acreedores sindicados? La respuesta no es otra

que: en la oportunidad que se haya pactado en los documentos del crédito sindicado.

Ahora bien, normalmente se pacta la necesidad del voto cuando, por ejemplo, se deben tomar decisiones colectivas y que puedan afectar los derechos acreedores de los prestamistas. Así, por ejemplo, se necesita votar para ampliar un determinado plazo o periodo de cura, para eximir la entrega de alguna información que el cliente no ha podido enviar, para liberar del cumplimiento de obligaciones o *ratios* financieros, obligaciones de hacer o no hacer, para decidir sobre la ejecución de las garantías, modificar las cláusulas del contrato, entre otras.

Sin embargo, hay casos en los que el voto de todos los prestamistas es necesario, es decir, se requiere de unanimidad para tomar alguna decisión importante. Entre las decisiones que requieren del voto unánime en los créditos sindicados, tradicionalmente se encuentran las siguientes:

- (i) Ampliación del plazo máximo del crédito.
- (ii) El incremento o disminución de la tasa de interés.
- (iii) Cambios en el cronograma de pagos.
- (iv) Modificar los porcentajes de votación.
- (v) Otros que se negocien en forma especial en cada operación de financiamiento.

Las reglas sobre las convocatorias y demás temas operativos sobre las votaciones se establecen en un capítulo especial dentro de los créditos sindicados.

5.4. Pagos a prorrata

Otra de las reglas de oro de la contratación sindicada es que todos los pagos que el prestatario realice por el servicio de su deuda a lo largo de la vida del crédito deben ser distribuidos por el agente administrativo del crédito a prorrata entre todos los bancos acreedores que participan del crédito, es decir, entre todos los prestamistas por igual. Por tanto, la distribución del ingreso se hace en función a su participación en el crédito sindicado.

Debe tenerse presente que esta regla es válida y debe seguirse aún en los casos de ejecución de las garantías, pues en ese escenario, igualmente, los prestamistas tienen derecho a cobrar en función a su participación y a prorrata.

Lo que se busca en todo momento es impedir que algún banco acreedor participante del crédito se vea favorecido o perjudicado con un mayor o menor pago que aquel que le corresponde a su participación en el crédito. La regla es simple, pero se convierte en elemental al momento de la estructuración de los créditos de esta naturaleza.

5.5. Garantías de los créditos sindicados

Como cualquier otro crédito, los créditos sindicados son estructurados sobre la base de garantías comunes para todos los acreedores. Como no es práctico que éstas se constituyan a nombre de cada prestamista, es común que se nombre a alguno de estos bancos para que actúe como agente de las garantías en nombre y representación de los demás prestamistas, como ya se ha indicado.

De esta forma, las garantías se inscriben en el registro público que corresponda a nombre del agente de las garantías, quien lo hace en representación de los otros Prestamistas (los miembros del sindicato). Este es el principio básico al momento de estructurar el paquete de garantías que respaldarán el crédito sindicado.

Entre las garantías que usualmente se solicitan y otorgan están las clásicas garantías reales (prendas, hipotecas) y las garantías personales (fianzas solidarias).

Un principio importante es que los contratos de garantía se deben regir por la ley y el foro del país en donde se encuentran ubicados los bienes que la integran.

5.5.1 Garantías reales

Dentro de las garantías reales que se suelen otorgar y constituir, en realidad dependiendo del tipo de financiamiento de que se trate, suele estar la prenda industrial, prenda global y flotante, prenda de dinero, prenda minera, prenda mercantil, prenda de acciones, etcétera.

Por el lado de las hipotecas, éstas pueden ser hipotecas civiles simples, hipotecas sobre concesiones (eléctricas, transmisión, transporte, etcétera), hipotecas sobre concesiones de contratos BOOT e hipotecas sobre derechos (usufructo, superficie, etcétera).

La estructuración y negociación de estos contratos de garantía normalmente no es muy compleja, pero no siempre es así. En efecto, cuando se estructura contratos de hipoteca sobre

concesiones de contratos BOOT por ejemplo, se requiere de técnica y conocimiento especial sobre concesiones, pero sobre todo conocimiento del contrato BOOT.

Otro de los contratos sensibles durante el proceso de negociación normalmente es el contrato de prenda de acciones, y más si se trata de las acciones de una sociedad importante o con activos importantes. En este contrato, los abogados de cada accionista tienen un rol importante tratando de limitar al máximo posible el impacto de la prenda de las acciones en relación con el normal desarrollo de los derechos del accionista al interior de la sociedad. Así, por ejemplo, seguramente se discutirán y negociarán temas como el derecho de voto sobre las acciones prendadas (si este derecho se mantiene en el titular de las acciones o no), los derechos económicos (si estos se prendan o se les permite distribuir dividendos), la emisión de nuevas acciones por aumentos de capital (si estas nuevas acciones se entienden también prendadas), y en general otras decisiones que pudieran afectar eventualmente a los acreedores garantizados con la prenda.

5.5.2 Garantías personales

La garantía personal más común en los créditos sindicados es la fianza solidaria. Esta garantía normalmente es otorgada por algún accionista del prestatario o de un tercero con solvencia económica suficiente.

La negociación de una fianza solidaria no debería traer complicaciones al momento de la estructuración del crédito, no obstante, en operaciones más complejas (como en los financiamientos de proyectos), se suele solicitar lo que se denomina un *corporate guarantee* que no es otra cosa que la fianza solidaria de la sociedad controladora del mayor accionista del prestatario o de la casa matriz en relación con su subsidiaria que viene siendo facilitada con el crédito sindicado.

El otorgamiento de este tipo de garantía corporativa trae consigo algunas complicaciones de orden legal y normalmente incrementa los costos de la operación, pues se deben contratar abogados en el exterior para que:

- (i) Redacten la garantía, investiguen y realicen una revisión o auditoría de la sociedad fiadora (*due diligence*).
- (ii) Revisen los documentos constitutivos de la empresa fiadora y la vigencia de los poderes de los representantes legales.

- (iii) Verifiquen la debida existencia de la sociedad.
- (iv) Verifiquen si se necesita o no algún tipo de registro gubernamental (como ante el banco central).
- (v) Emitan una opinión legal formal en donde certifiquen todos los puntos anteriores.

Es importante hacer notar que la ley aplicable a esta garantía debe ser la misma del país de la constitución de la sociedad fiadora, por lo menos eso es lo recomendable, salvo que se trate de la ley del Estado de Nueva York, que en muchas ocasiones resulta conveniente para este tipo de garantías.

Otro tema importante en relación con las garantías corporativas es analizar, como ya lo hemos anticipado, si en el país donde eventualmente se ejecutaría existe o no control de cambios. Este tema es particularmente importante pues puede darse el caso de que la fianza se haya otorgado en dólares americanos (y sobre esa base se haya otorgado el crédito sindicado), pero que al momento de su ejecución y posterior cobro, el fiador o garante no pueda honrarla en dicha misma moneda (dólares americanos), sino que debe hacerlo en moneda local, lo que origina que el acreedor deba asumir el riesgo de convertibilidad y devaluación, hecho que, evidentemente, no será de su agrado.

Por esa razón, es importante que los abogados que se contraten para la redacción y revisión de los documentos constitutivos de la sociedad fiadora o garante, puedan pronunciarse también sobre si existe en el determinado país control de cambios o no y, de haberlo, qué alternativas de solución se puedan dar para lograr el objetivo, es decir, cobrar en la misma moneda de la garantía.

Normalmente se puede garantizar el "conducto cambiario" con el registro y autorización previa por parte del banco central o el órgano gubernamental que tenga esa función. Con este registro se logra que llegado el caso de ejecución, el fiador obligado a honrar su garantía pueda adquirir los dólares americanos necesarios para pagar su obligación, pues de lo contrario tendría que pagarla en moneda local y eso, como es evidente, perjudica al acreedor bancario, quien termina asumiendo un riesgo no deseado.

5.5.3 Fideicomisos

No se puede dejar de mencionar al fideicomiso como uno de los instrumentos que poco a poco

ha tenido mayor presencia en los procesos de estructuración de los créditos sindicados.

Cada vez es más común ver al fideicomiso dentro de los documentos que forman parte de la estructura de un determinado crédito sindicado. Considero que la razón principal para ello es que resulta un instrumento confiable y predecible para el acreedor. El acreedor sabe bien cual es su ventaja y desventaja.

Como este no es lugar para mencionar en detalle sobre lo que es el fideicomiso, sus múltiples usos y variantes, creo importante mencionar simplemente que los fideicomisos más utilizados son el de administración de flujos y fondos y el de garantía sobre bienes muebles o inmuebles.

Así, por ejemplo –a mi parecer– un fideicomiso de garantía sobre un inmueble resulta más ventajoso desde el punto de vista del acreedor que una hipoteca o prenda clásica. La principal razón es la extrajudicialización del contrato y su ejecución, lo que representa enormes beneficios para ambas partes en la relación contractual sindicada. Por el lado del banco, una recuperación más segura, confiable y predecible a menor costo y tiempo, y por el lado del prestatario, seguramente mejores condiciones financieras en el crédito, pero a un costo administrativo del fiduciario generalmente pequeño.

5.6. Cesión de derechos

En función a cómo se estructure, una cesión de derechos puede considerarse también como garantía, aunque en el fondo este tema pueda ser discutido en el plano teórico. En efecto, una cesión de derechos puede servir como garantía o como medio de pago de un determinado crédito sindicado en la medida en que así se haya estructurado y redactado.

Lo que usualmente se pacta en ese sentido es que si bien la cesión de los derechos sobre determinados flujos ocurre desde el inicio, éstos son devueltos al cedente sólo mientras no ocurra un evento de incumplimiento del contrato de crédito sindicado o del contrato garantizado con dicho flujo de dinero.

Si durante el plazo del crédito se evidencia u ocurre algún evento de incumplimiento, entonces el flujo cedido queda en beneficio del prestamista o del respectivo agente administrativo, quien lo imputará a su crédito en función a las reglas que se hayan pactado expresamente en el contrato.

En la cesión de derechos como medio de pago ocurre algo parecido, sólo que no se espera, necesariamente, a que haya un evento de incumplimiento para poder aplicar el flujo cedido a la deuda, sino que este flujo es imputado directamente a la deuda como parte de su servicio. Es decir, el flujo se acumula en una determinada cuenta hasta la fecha de pago respectiva y así sucesivamente siguiendo los mecanismos de cascada y asignación de orden de prioridad que se hayan negociado caso por caso.

5.7. Ley y foro aplicable a los contratos sindicados y a otros documentos del financiamiento

En relación con este tema existen varias posibilidades dependiendo de cómo se estructure el financiamiento, las posibilidades de su venta posterior y de la envergadura de proyecto o fines que se persiguen con el financiamiento.

La regla o principio general es que la ley y el foro aplicable al contrato de crédito sindicado y a los contratos de garantías debe ser la del país y domicilio del cliente o la del país en donde tenga su patrimonio o la mayoría de sus activos. Esta regla resulta válida y debe aplicarse siempre en los contratos que rigen las garantías otorgadas por el cliente como parte del paquete de respaldo de los contratos de crédito sindicados locales o internacionales.

No obstante, en la mayoría de los contratos de crédito sindicados internacionales no se sigue esta regla, pues normalmente se opta por aplicar la ley del Estado de Nueva York y los jueces y tribunales de la ciudad de Nueva York.

Las razones para ello son normalmente las siguientes:

- (i) La ley del Estado de Nueva York es conocida por cualquier institución financiera o bancaria internacional y por ello es preferida a la ley natural del cliente, aun cuando por ello se pueda perjudicar el derecho acreedor en razón de que el resultado de dicho fallo judicial extranjero tenga que igualmente ejecutarse en el país de origen del cliente, en donde se encuentra constituido y en donde posiblemente mantiene sus actividades, negocios y activos, con la consiguiente pérdida de tiempo en dicho proceso.
- (ii) Como los créditos sindicados internacionales normalmente son diseñados para circular, es decir, para que los acreedores iniciales o

fundadores cedan y transfieran sus respectivas acreencias y participaciones a lo largo de la vida del crédito sindicado, entonces la ley de Nueva York resulta apropiada para que rija el contrato, pues raramente un acreedor internacional aceptará participar en un contrato que se encuentra regido por una ley que no conoce.

En cuanto a la elección del foro o la jurisdicción aplicable, lo normal es que ésta esté en concordancia con la ley aplicable, es decir, si la ley aplicable es la del Perú, lo normal es que la jurisdicción y los tribunales aplicables también sean los peruanos. No obstante, no siempre ese es el caso. Hay algunas situaciones muy especiales en las que se estructura que la ley aplicable es la extranjera y el foro es el local, o viceversa. Lo cual, aunque parezca no muy apropiado, es perfectamente legal.

En cuanto a la ley y foro aplicable a los contratos de garantías, habíamos anticipado líneas arriba que la regla normal es que estos contratos se rijan por la ley y foro del cliente, pues no tiene sentido legal que frente a una hipoteca peruana; por ejemplo, se aplique ley extranjera para poder ejecutarla.

Sin embargo, aunque no influyen directamente en el proceso de ejecución local, para lo cual se debe seguir la ley local, en determinadas operaciones sindicadas internacionales existe el denominado *master collateral agreement*, que es un contrato marco de garantías internacional en donde se pacta y enmarcan todas las garantías que respaldan un crédito sindicado. Este documento es regido por la ley extranjera y contiene ciertas normas generales en relación al orden y manera de ejecutar las garantías locales (pero siempre respetando lo establecido por la ley local). Aun en esos casos, siempre se aplica para la ejecución en sí de la garantía, la ley del país en la cual se constituye e inscribe, de ser el caso.

En general, el debate por la elección de la ley y el foro aplicable durante la etapa de estructuración es largo y técnico, y la participación de los abogados, tanto de la parte financiera como del cliente, es de suma importancia.

Finalmente, quisiéramos comentar sobre si se pacta arbitraje en los créditos sindicados internacionales. La respuesta directa es negativa, pues como se trata de contratos regidos por ley del Estado de Nueva York no es necesario pactar arbitraje, ya que dicha ley y foro es igual, o aun

mejor, que el pacto arbitral en términos de eficiencia y predictibilidad.

En cambio, en algunos casos puntuales es válido someterse a arbitraje en contratos sindicados locales, pero dejando claramente establecido que dicho sometimiento es aplicable cuando se trata sólo de temas de interpretación de los contratos.

En ningún caso se debe pactar arbitraje para la ejecución del crédito sindicado, para la ejecución de sus garantías o del pagaré mediante el cual se instrumenta el desembolso del financiamiento.

6. SINDICACIÓN LOCAL E INTERNACIONAL

6.1. Mandato y sindicación local

Digamos, en primer lugar, que el proceso de sindicación se inicia con la carta mandato que el cliente suscribe con el banco estructurador. Esta carta conocida en los medios financieros como *mandate letter*, contiene los términos generales de contratación del banco estructurador, descripción y detalle del trabajo a realizar, cláusula de confidencialidad, indemnización, retribución y compensación económica, exclusividad en el servicio en caso se haya negociado y plazo de vigencia para la realización de los servicios que se contratan.

Igualmente, la carta mandato contiene normalmente un anexo en donde se detallan los términos y condiciones generales sobre la operación que se proyecta desarrollar.

El resumen de estos términos y condiciones se denomina *term sheet* y es el punto de partida para la futura sindicación y la posterior redacción de los documentos y contratos de la operación en particular.

Aun cuando este *term sheet* no es un contrato en sí mismo, si contiene, en algunos casos con mucho detalle, cuáles serían los términos y condiciones de los documentos contractuales.

Por ejemplo, se incluyen, además de todas las condiciones financieras aprobadas por los comités de crédito y riesgo de los prestamistas, algunas definiciones relevantes para el desarrollo del proyecto, así como los eventos de incumplimiento mínimos, las obligaciones de hacer mínimas, las de no hacer, las condiciones precedentes para el cierre de la documentación o para la realización de los desembolsos, entre otras que el estructurador considera necesario negociar desde el inicio con el prestatario.

Si durante el proceso de negociación del *term sheet* no se incluyen definiciones o condiciones que el estructurador considera vitales para el crédito sindicado o para el proyecto de que se trate, será muy difícil que luego durante la etapa de negociación y redacción de los documentos del crédito sindicado, el prestatario esté dispuesto a considerarlas porque le parecerá extemporáneo.

El proceso de sindicación, es decir, el proceso mediante el cual se sondea el apetito del mercado en relación con un determinado proyecto, cliente o estructura legal, está siempre a cargo del estructurador. Esta función esencial del estructurador resulta de suma importancia, pues depende de su esfuerzo y dedicación que el cliente consiga el monto total requerido de financiamiento.

Es importante mencionar, igualmente, que el estructurador no asume la obligación de conseguir o lograr el financiamiento requerido ni proveerlo directamente (salvo algunos casos así negociados), sino que su obligación es de medios –y no de resultados–. El estructurador se compromete simplemente a hacer sus mejores esfuerzos para lograr el objetivo trazado con el cliente.

6.2. Sindicación internacional

Como puede anticiparse, el proceso de sindicación internacional es más complejo y requiere de muy buenas relaciones con otros organismos, bancos y entidades internacionales que se dedican a prestar y participar en procesos de sindicación internacional.

Entre las entidades que normalmente participan en procesos de sindicación de créditos y

financiamientos internacionales están, además de todos los bancos comerciales y de inversión más importantes del mundo, las entidades multilaterales del continente americano, el Banco Mundial, la Corporación Andina de Fomento (CAF), el International Finance Corporation (IFC) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Asimismo, también existen entidades o agencias europeas que se dedican a participar en estos procesos, tales como el European Investment Bank, el German Investment and Development Company (DEG) y el Netherlands Investment Bank for Developing Countries (FMO).

En términos generales, se acude a la sindicación internacional cuando la necesidad de recursos para el financiamiento es muy grande y el mercado local no tiene la suficiente liquidez para apoyar un determinado proyecto.

Como en todo, estos procesos de sindicación internacional tienen ventajas y desventajas. Entre las ventajas se puede destacar que la participación de entidades internacionales como las antes indicadas le da prestancia y reconocimiento al proyecto.

Sin embargo, la mayor desventaja tiene que ver con los considerablemente mayores costos de estructuración y costos de asesoría legal de otras jurisdicciones y sobre todo la mayor demora en lograr el cierre de la documentación y el cumplimiento de las condiciones precedentes para el desembolso del financiamiento, que normalmente son muy complejas y cuya consecución suele tomar tiempo para lograr dicho desembolso. No obstante ello, la balanza se inclina siempre por el lado positivo y ventajoso de estos financiamientos internacionales.