

## ¿Complicamos demasiado las cosas en los contratos financieros internacionales?\*

Lee C. Buchheit\*\*

### RESUMEN

Este es un momento de gran agitación dentro de los mercados de crédito. Durante los últimos seis meses, decenas de billones de dólares de inversiones en papeles o instrumentos de deuda han tenido que ser castigados. Poderosas instituciones financieras han caído. Algunas de ellas se han visto obligadas a vender importantes porciones de su participación accionarial a inversionistas no convencionales con el fin de mantener los porcentajes mínimos de capital requerido.

**PALABRAS CLAVE:** contrato financiero internacional, crisis financiera, ingeniería financiera moderna, complejidad en la ingeniería de los productos financieros, flexibilidad a las transacciones

### ABSTRACT

This is a time of great restlessness in the credit markets. During the last six months tens of billions of dollars of investment in debt notes or instruments have been penalized. Powerful financial institutions have fallen. Some of them have been forced to sell large parts of their stockholdings to non-conventional investors in order to maintain the minimum percentages of capital required. And the legal instruments are being blamed for the creation of "toxic waste" in the financial markets.

**KEY WORDS:** international financial agreement, financial crisis, modern financial engineering, financial complexity, transactional flexibility, globalisation, financial globalisation, offshore jurisdictions.

FORO

\* Traducción del artículo publicado originalmente en marzo de 2008 en "International Financial Law Review" (<http://www.iflr.com>). Esta publicación ha sido autorizada por el autor a quien se agradece especialmente por su colaboración.

\*\* Socio de Cleary, Gottlieb, Steen and Hamilton (NYC), JD University of Pennsylvania Law School (1975) y Diploma Cambridge University (1976) en Derecho Internacional. Abogado experto en transacciones internacionales y corporativas, incluyendo transacciones en los euromercados, manejo de deuda soberana, privatización y financiamiento de proyectos. Autor de varios libros en el campo del Derecho internacional y de múltiples artículos en materia profesional. Profesor adjunto de la Escuela de Asuntos Públicos de la Universidad de Columbia (1994-1997); profesor visitante de la Cho University de Japón (1997-1998); conferencista en la Escuela de Derecho de Harvard (2000), conferencista visitante de la Escuela de Leyes de Yale (2005), profesor adjunto de la Escuela de Derecho de Duke University (2006-2007), y profesor adjunto de la Escuela de Derecho de la

## LA HISTORIA

**D**urante los últimos 30 años, se han producido varias conmociones dentro de los mercados de capitales internacionales, algunas incluso más graves que la actual. La crisis de la deuda global de los años ochenta, la debacle de las asociaciones de ahorro y crédito en los EE.UU., la crisis de la deuda asiática de 1987, la de Rusia en 1998 y los incumplimientos de los bonos soberanos en 1999 son buenos ejemplos. Cada uno de estos incidentes tenía dos cosas en común. En primer lugar, cuando estalló la crisis el público se asombró de que esto sucediera en un mercado tan regulado, tan eficiente, tan transparente y poblado por profesionales inteligentes (y muy bien pagados).

En segundo lugar, poco después del comienzo de la crisis, los analistas declararon que la crisis era totalmente predecible, perfectamente previsible y absolutamente inevitable. Sospecho que el próximo gran asteroide que impacte este planeta provocará estos dos mismos sentimientos.

Sin embargo, si miramos más allá de estas dos similitudes, cada crisis financiera ha sido única. El paso de los años—incluso unos pocos años—es un maravilloso detergente. Así se limpia la gruesa película de explicaciones contemporáneas sobre el comportamiento de los participantes en los eventos, permitiendo a los historiadores para que inicien un análisis espeluznante, pero libre de emociones.

## ¿QUÉ DIRÁN DE NOSOTROS?

¿Cuál será el diagnóstico que los historiadores consideren como el origen de los trastornos dentro de los mercados de capital—alteraciones que se iniciaron con la crisis SUBPRIME y que seguirán posiblemente pronto en los mercados de derivados?

Sin lugar a duda estos apuntarán a los funestos efectos del dinero fácil, a la declinación de la calidad de condiciones para el otorgamiento de préstamos, a una cultura que prefiere el consumo al ahorro y a la creencia que distribuyendo los riesgos financieros entre los diferentes tipos de inversionistas de alguna manera diluía estos riesgos.

Sin embargo, estos historiadores probablemente también se referirán a la complejidad en la ingeniería de los productos financieros modernos: la complejidad y falta

---

Universidad de Nueva York. Profesor visitante permanente del Centro de Estudios Legales Comerciales (CCLS) de la Universidad de Londres.

de claridad de los documentos con que estos productos se comercializan; así como la complejidad de los contratos legales que sirven para evidenciar estas transacciones.

Hemos llegado al punto donde algunos ingenieros financieros han logrado inclusive desconcertarse ellos mismos. A lo largo del camino parece que también han confundido a sus, directorios, comités de gestión de riesgo, abogados, contadores, clientes y reguladores. No se explica cómo importantes instituciones financieras puedan registrar un día una posición a la par y tres meses después castigarla con \$20 billones del valor de esa misma posición, sin tener que admitir también una confusión sobre el verdadero perfil del riesgo de la inversión.

Cuando uno revisa el tema, se puede definir todas las operaciones de crédito alrededor de cuatro preguntas básicas:

- ¿Quién pide el préstamo en dinero?
- ¿Quién presta el dinero?
- ¿Quién debe pagar el dinero de vuelta?
- ¿Quién debe recibir el dinero?

Sobre la base de lo que cuentan la mayoría de los periódicos matutinos, uno se sorprende al ver el gran número de intermediarios financieros y de inversionistas sofisticados que no pueden responder a estas cuatro simples preguntas, respecto de negocios que ellos estructuraron o en los cuales invirtieron billones de dólares.

Pocos actores en este drama se escapan al juicio crítico de los historiadores financieros.

## LOS INGENIEROS

Son varios los elementos que crean esta complejidad en la ingeniería de los productos financieros.

Una simple operación de préstamo puede complicarse para acomodar las advertencias de los asesores tributarios, asesores de quiebra o banca rota, asesores legales sobre valores y especialistas similares. Lo que comenzó como una propuesta de yo presto y usted pide prestado, se convierte en algo como esto: “Un vehículo de propósito especial en las Islas Caimán, a prueba de quiebra, que toma dinero prestado de inversionistas institucionales calificados, a fin de adquirir una nota de crédito estructurada emitida por una entidad de Luxemburgo, garantizada por una subsidiaria domiciliada en Jersey de una corporación de Chipre que, a su vez, cubre su riesgo a través de un swap de cobertura de riesgo (‘crédito default swap’) emitido por una entidad irlandesa...”. Y así sucesivamente.

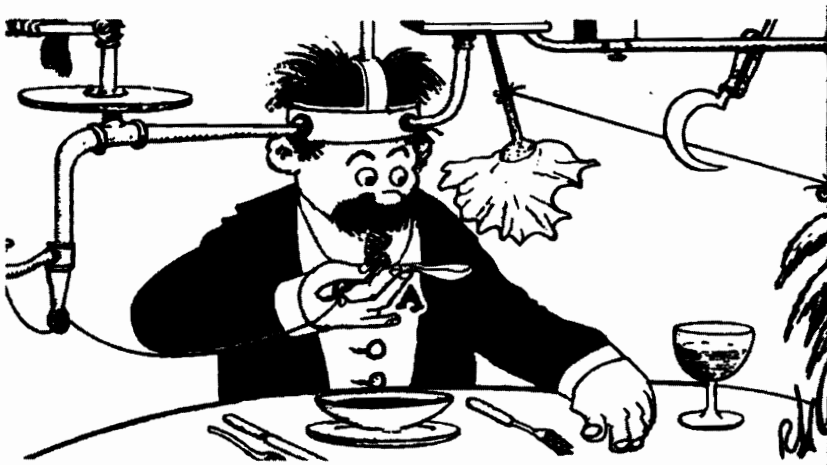
La complejidad de una transacción internacional puede ser el resultado de un deseo de mitigar el riesgo legal anclando (en un sentido puramente geográfico) los componentes de la operación, dentro de las jurisdicciones que se piensa que proporcionan un tratamiento más favorable para determinado aspecto del negocio. Los controles tributarios y tipo de cambio son dos ejemplos obvios.

La fragmentación de los flujos de pago a través de uno o más instrumentos financieros y su consolidación artificial posterior garantiza que se produzca esta complejidad.

La gran variedad de instrumentos derivados (swaps, coberturas de riesgo, etc.) permite que la ingeniería financiera moderna personalice una operación de crédito de una forma impensable hace 30 años. Estas características añaden flexibilidad a las transacciones, pero también pueden obstruir las tuberías.

A menudo la complejidad estructural es simplemente el resultado de la forma acumulativa en la que las transacciones se arman. Se adapta una estructura básica –casi siempre añadiendo nuevas características en lugar de substraerla– en respuesta a las actividades de detección de problemas por parte de los asesores o al apetito de los potenciales inversionistas. Mediante un incesante proceso de acumulación, la estructura puede ampliarse gradualmente más allá de la comprensión de sus mismos autores.

Algunos de los financistas de este siglo han nombrado al bendito Reuben Goldberg como su santo patrón. Reuben Lucius Goldberg (1883-1970) fue un artis-



*La servilleta automática, por Reuben Goldberg, caricaturista famoso por crear dispositivos inútilmente complicados.*

ta y humorista estadounidense cuyas ilustraciones mostraban dispositivos fantásticos, innecesariamente complicados y poco prácticos.

Propongo que todos los reguladores financieros adopten como su patrono al filósofo inglés Guillermo de Ockham (1285-1349). Ockham sostuvo genialmente que entre dos teorías o explicaciones competitivas la más simple es la preferible. Ningún examen de supervisión de un banco, de una institución financiera o de una operación debe comenzar antes de que el supervisor haya encendido una vela a Guillermo de Ockham.

## **LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN**

A medida que las estructuras de las transacciones se han vuelto más complejas, las calificadoras de crédito desempeñan un papel cada vez más importantes en los mercados financieros. Para los inversionistas e incluso para algunos analistas profesionales, una agencia de calificación sirve como una prótesis del intestino delgado. Los inversionistas confían en las agencias de calificación para digerir estructuras de transacciones entumecidas, fibrosas y pegajosas, para identificar y cuantificar los riesgos (estructurales y comerciales, aparentes u ocultos), y, sobre todo, para evitar que los inversionistas asuman la aburrida tarea de tratar de entender ellos mismos estas transacciones.

Sin embargo, tal como los acontecimientos recientes lo han demostrado, las calificadoras de riesgo no son ni infalibles ni clarividentes. No es prudente el comportamiento de manada de los inversionistas que, excluyendo inclusive un análisis y comprensión propia, aceptan con ojos cerrados el análisis y calificación de terceros, sobre las estructuras financieras de los productos que están comprando. Esta no era el papel que debían cumplir las calificadoras de riesgo. Ciertamente, las mismas calificadoras descartan expresamente tener esa responsabilidad.

## **LOS ABOGADOS**

Y así llegamos a los abogados. Los abogados realizan una serie de funciones en las transacciones financieras. Ellos pueden asesorar sobre aspectos estructurales de la operación, en particular aquellos destinados a mitigar el riesgo legal. A veces actúan como imbéciles cajas de resonancia para sus clientes. “Hasta mi *abogado* puede entender” es un comentario frecuente que se escucha en el bar del Bankers Club.

Los abogados pueden ayudar a preparar los términos de referencia y los prospectos que se utilicen para comercializar los instrumentos financieros. Finalmente, los

abogados elaborarán los contratos que cristalicen la visión comercial de los banqueros.

Usted puede pensar, por lo tanto, que los abogados estaban perfectamente posicionados para suprimir las complejidades innecesarias, para exponer la vaguedad y promover la lectura comprensiva de la documentación entre todas las partes de una transacción financiera. A veces sí y otras veces no.

Los abogados tienen la gran desventaja de ser abogados. A los ojos de sus clientes –incluso de algunos clientes banqueros bien afeitados y mentolados, debo añadir– esto los caracteriza como pertenecientes a un segmento de la población que puede ser educable pero que no está en peligro de iluminarse. Por otra parte, la relación cliente-abogado dentro de esta situación, es de por sí una relación entre instructor y alumno. El banquero diseña la operación bancaria y el abogado lo escribe todo.

Los abogados comerciales más experimentados pueden desafiar la solidez y solvencia de la estructura de una transacción de clientes banqueros de 26 años de edad (en general, porque nuestra sociedad generalmente tolera la senilidad por vejez). Los abogados más jóvenes no tienen esa anuencia. Y como fue evidente en el caso Enron, un cliente tiene la facultad de neutralizar la capacidad de un abogado o un contador para analizar inteligentemente una transacción, fragmentándola en estrechas tiras horizontales y solicitando que diferentes grupos de asesores profesionales lidien con las diferentes tiras.

Pero respecto de la función de abogado-redactor del contrato donde puedo decir muy poco para atenuar los pecados de mis colegas. La redacción de los contratos es una habilidad; la redacción de elegantes contratos para negocios complejos es un arte. Algunas personas simplemente son mejores para esto que otras. No hay nada de malo con ello. Algunas personas son muy competentes para cortar el pavo de Navidad. Otros siempre lo destruyen. Ha habido años en que, al acercarme a ella con un cuchillo en mi mano, he visto realmente a la pobre ave estremecerse.

Lo que no puedo entender es por qué ineptos redactores de contratos parece que hacen mucho en la redacción. ¿Por qué algunos contratos, equivalentes a crímenes de lesa humanidad, no ocasionan más expresiones de indignación por parte de los banqueros, analistas, agencias de calificación, inversores y reguladores? Estos a veces provocan la ira de los jueces. Estas personas suelen aceptar dócilmente un contrato ampuloso, incestuoso, redundante, desorganizado y artrítico sin ni siquiera una simple protesta.

¿Es porque la profesión de abogado ha deslumbrado a todos hasta hacerles creer que la redacción del contrato es una ciencia arcana sobre la que nadie, que no sea un profesional consagrado, puede expresar una opinión acerca de lo bueno y de lo verdaderamente terrible? ¿Es porque piensan que la impenetrabilidad en la redacción del

contrato es una señal segura del amplio intelecto del redactor? ¿O es que —como a veces tengo miedo en momentos de desesperación diabólica— en realidad ellos nunca se dan la molestia de leer las cosas; porque el trabajo intelectual necesario para entender un contrato mal redactado se lo puede comparar con un ajedrez en tres dimensiones?

## **LA COMPLEJIDAD Y LAS CRISIS DE DEUDA**

La excesiva complejidad en el diseño, descripción y documentación de las transacciones financieras contribuye de varias maneras a la crisis de la deuda.

Los inversionistas están efectivamente impedidos de llegar a tener un juicio independiente sobre los méritos del producto. ¿Por qué? porque no pueden entenderlo. Como consecuencia de ello, ellos compran por fe-fe en el banco que diseñó y comercializó el producto, fe en la calificadora de riesgo que lo analizó, fe en los abogados que lo documentaron, fe en los demás inteligentes inversionistas de dinero que lo compraron, y (mala) fe en los reguladores que, eso esperan, nunca permitirían que un acuerdo con graves fallas estructurales anote puntos en el marcador.

La complejidad puede ocultar los riesgos de la operación. Por supuesto que no hay nada malo con el riesgo. Pocos participantes del mercado agradecerían un mundo en el que todos los riesgos en las inversiones se hayan neutralizado. Sin embargo, los mercados deben ser capaces de mirar los riesgos antes de que puedan valorarlos adecuadamente. Lo que estamos presenciando en esta crisis es la falla del mercado para valorar adecuadamente los instrumentos financieros a base de su verdadero perfil de riesgo.

La excesiva complejidad puede desconcertar tanto a reguladores como a inversionistas. Los reguladores pueden tratar a instituciones financieras como solventes y sólidas pese a que en realidad estén muy lejos de eso, aun sin que las propias instituciones financieras lo sepan. El colapso de esas instituciones financieras puede poner todo el sistema financiero en tensión.

Fecha de recepción: 17 de septiembre de 2008

Fecha de aceptación: 2 de octubre de 2008