

El problema de la acción colectiva en la reestructuración de la deuda soberana: modificaciones recientes.

Dra. Marlén Sánchez Gutiérrez
Profesora Titular
Centro de Investigaciones de Economía Internacional,
Universidad de la Habana
marlens@rect.uh.cu

RESUMEN

La situación de Argentina con los fondos buitres ha puesto de manifiesto los grandes desafíos que encaran hoy las naciones subdesarrolladas ante la ausencia de un marco legal multilateral para renegociar una deuda denominada en bonos. El artículo se propone abordar en una primera parte, las soluciones planteadas para encarar tales desafíos y el alcance de las mismas. Posteriormente, se analizan los cambios recientes para fortalecer el marco contractual para la reestructuración de la deuda soberana a partir de la modificación de la Cláusula de Pari Passu (CPP) y la Cláusula de Acción Colectiva (CAC). Por último se realiza un balance crítico de los nuevos mecanismos propuestos, resaltando sus bondades y limitaciones.

PALABRAS CLAVES

Deuda soberana, reestructuración, FMI, Cláusula de Acción Colectiva, Cláusula de Pari Passu, Nueva Arquitectura Financiera Internacional.

ABSTRACT

The most recent situation of Argentina on regards to the vulture funds has showed the significant challenges of developing nations as a result of the absence of a multilateral legal framework for addressing collective action problems in sovereign debt restructuring. The paper analyzes, the solutions proposed for affronting these challenges and their scope; the modifications of the Pari Passu and the Collective Action Clause and finally, it presents a critical balance of the new mechanism proposed emphasizing in its kindness and limitations.

KEY WORDS

Sovereign debt, debt restructuring, IMF, Pari Passu Clause, Collective Action Clause. New International Financial Architecture.

INTRODUCCIÓN

El cambio en el patrón de financiamiento a escala internacional de fines de los 80's centrado en un desplazamiento de los préstamos bancarios por las operaciones con títulos valores, resultó en una significativa titularización de la deuda que puso a las naciones subdesarrolladas en una situación de extrema vulnerabilidad.

Por un lado, se hacía más difícil acceder a los mercados internacionales de capitales por la poca credibilidad y el alto riesgo país. Por el otro, si bien recurrir a emisiones de bonos, como vía de financiamiento, ha contribuido a una mayor diversificación y eficiencia de los mercados internacionales de capital, aparecen importantes riesgos en caso de que el deudor se vea obligado a encarar una situación de insostenibilidad de deuda.

Se trata de una deuda muy dispersa entre acreedores anónimos, que cambia de manos con mucha rapidez, que está denominada en múltiples instrumentos y emitida, además, en una amplia gama de jurisdicciones diferentes. Como resultado, se hace mucho más difícil lograr la coordinación entre los acreedores y ordenar un proceso de renegociación. De ahí la importancia de impulsar el debate sobre la pertinencia de diseñar un mecanismo internacional para reestructurar la deuda soberana denominada en bonos.

El artículo se propone abordar en una primera parte, las soluciones planteadas para encarar tales desafíos y el alcance de las mismas. Posteriormente, se analizan los cambios recientes para fortalecer el marco contractual para la reestructuración de la deuda soberana a partir de la modificación de la Cláusula de Pari Passu (CPP) y la Cláusula de Acción Colectiva (CAC). Por último se realiza un balance crítico de los nuevos mecanismos propuestos, resaltando sus bondades y limitaciones.

I. Soluciones planteadas y nuevos problemas.

Durante los años 90's, se gestó un nuevo proceso de endeudamiento externo en las naciones subdesarrolladas, particularmente en América Latina, a partir del retorno de sus principales economías a los mercados internacionales de capitales.

De repente, dichas naciones se vieron atrapadas en un laberinto complicado donde, por un lado, arrastraban la pesada carga de una deuda acumulada durante casi cuatro décadas anteriores y, por el otro, se enfrentaban a una nueva deuda con características diferentes y mucho más difícil de renegociar por no existir un marco adecuado para ello. De ahí que se abriera un amplio debate sobre la pertinencia de crear un mecanismo de reestructuración que tuviese en cuenta los cambios en el patrón de financiamiento a escala internacional.

En ese contexto se plantearon, por el lado de los acreedores, dos propuestas para facilitar la reestructuración de la deuda: una básicamente de mercado y la otra normativa. La primera, planteada por los Estados Unidos, alentaba la inclusión de Cláusulas de Acción Colectiva (**CAC**) en los contratos de deuda soberana. La segunda, esbozada por el FMI, proponía crear un sistema jurídico internacional que permitiera una reestructuración de mayor alcance, conocida como Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (**MRDS**).

La idea era crear mecanismos idóneos para prevenir y resolver crisis. Prevenir, porque los mercados le otorgarían a países con coeficientes de endeudamiento elevados en relación con su PIB menos crédito y, porque el mecanismo demostraría que las instituciones multilaterales no estarían dispuestas a salir al rescate de acreedores y deudores imprudentes, desalentando el sobreendeudamiento. Resolver, porque crearía incentivos para que las naciones enfrentasen sus problemas de pagos rápidamente, reduciéndose el volumen de la deuda involucrada en caso de requerirse un saneamiento financiero.

Sobre las Cláusulas de Acción Colectiva...

Los prestatarios soberanos, recurren cada vez más a la emisión de deudas en una serie de jurisdicciones legales, utilizando una gran diversidad de instrumentos, que se distribuyen entre un grupo de acreedores diferentes y difusos. Esta diversificación de las fuentes de financiación, si bien resulta positiva, puede convertirse en un obstáculo al encarar una eventual reestructuración de deuda.

Al no existir incentivos para resolver el problema de la acción colectiva¹, el acreedor que se mantiene firme puede frustrar un acuerdo aceptable para la mayoría y, muy posiblemente, obtener para sí mejores condiciones, lo que constituye un desestímulo para que otros acreedores se organicen.

Coordinar la actividad de los tenedores de bonos es más difícil que la de los acreedores bancarios; los primeros no suelen mantener una relación de largo plazo con los prestatarios y, además, tienen más incentivos que los bancos para demandar a deudores morosos.

La reestructuración de la deuda que ya era problemática en los 80's, cuando sólo había que reunir a unos pocos banqueros en torno a una mesa, ahora es mucho más complicada. Los prestamistas, en su mayoría son anónimos, y por tanto, el tema de la acción colectiva se torna difícil. Con frecuencia, los acreedores escapan ante el temor de una reestructuración desordenada, se deshacen precipitadamente de sus títulos, o se producen disputas por ver a quien se le devuelve primero su capital. Por el lado de los prestatarios, habría además que considerar, que éstos se enfrentan a importantes barreras logísticas y legales, difíciles de superar.

¹ Esto es, lograr que los acreedores se pongan de acuerdo sobre las condiciones de la reestructuración, aunque a la larga se den cuenta que saldrán beneficiados.

Desde la perspectiva estadounidense, la reforma más práctica y aceptada de reestructuración de la deuda soberana, sería la basada en el mercado. Esta opción sugiere que acreedores y deudores incluyan un nuevo grupo de cláusulas en sus contratos de deuda, que especifiquen explícitamente lo que sucede cuando un país decide reestructurar su crédito soberano, ordenando y haciendo más predecible dicho ejercicio.

Se trata de un mecanismo totalmente descentralizado ya que tanto los contratos como la práctica especificada en los mismos, son definidos de acuerdo a los términos pactados entre acreedores y deudores. Sin embargo, el marco legal de las nuevas cláusulas deberá respetar ciertos patrones esenciales.

Primero, introducir una cláusula de mayorías. Hoy en día, las cláusulas de muchos bonos requieren del consentimiento de la totalidad de sus tenedores para variar cualquiera de sus términos financieros. Esto indica, que una pequeña minoría puede obstaculizar una reestructuración que la mayoría considere favorable para sus intereses.

Las **CAC** se aplican a las emisiones de bonos individualmente consideradas. Su efecto es permitir a una determinada supermayoría de tenedores de bonos pertenecientes a una emisión concreta (75% en vez del 100%, por ejemplo), acordar una reestructuración que obligue a todos los tenedores de esa emisión. Además impediría el bloqueo de las negociaciones en el caso de emisiones individuales de bonos, lo que haría más razonable cualquier reestructuración que sea preciso realizar. (Krueger, 2002)

Segundo, incorporar una cláusula que puntualice el proceso por medio del cual deudores y acreedores se reunirán en caso de una eventual reestructuración. Dicha cláusula detallará la forma en que los acreedores deberán ser representados, y los términos y condiciones en que los deudores tramitarán la información pertinente para el ejercicio de reestructuración. El representante tendrá toda la potestad legal y administrativa para negociar con el deudor, aunque siempre bajo el consentimiento de cierta parte de los tenedores de bonos.

Tercero, considerar una cláusula que sintetice el procedimiento que el país deudor debe seguir para iniciar la reestructuración. Reunir a los acreedores necesarios para ejercer la acción colectiva, compilar la información requerida, identificar a un representante, y determinar después la manera de actuar con el deudor, toma su tiempo. Por eso “es necesario un período de *enfriamiento*, desde el momento en que el país comunica su decisión de reestructurar, hasta la fecha en la cual los acreedores escojan a su representante, ... normalmente se fija un límite de 60 días ...”. (Taylor, 2002)

Durante ese tiempo pudiera ser necesaria una suspensión temporal o un aplazamiento en los pagos, por lo que es preciso que la misma quede incluida en la cláusula. Bajo las condiciones de moratoria los acreedores no pueden suscitar acción legal alguna contra los deudores.

Otro aspecto de interés de la propuesta estadounidense es el relacionado con el tema de los incentivos. La implementación del mecanismo requiere que los diferentes actores del mercado la hagan suya mediante el convencimiento de que, en efecto, se trata de un procedimiento con una utilidad práctica. Para lograr esto, es preciso desarrollar ciertas iniciativas para animar a prestamistas y a prestatarios a incorporar las **CAC** en sus contratos de deuda.

Por otro lado, los promotores de esta propuesta consideran que la reforma del proceso de reestructuración del crédito soberano debe ser parte integral de una estrategia mucho más amplia hacia las economías deudoras, que pase por la necesaria prevención de las crisis. Por tanto, según este enfoque, el mecanismo en la práctica debería ser aprovechado por los diseñadores de políticas de las economías deudoras para adoptar, de manera oportuna, decisiones sensibles en esta materia.

Asimismo, se plantea que es preciso definir los límites de rescate del sector público cuando los países llegan a una situación de endeudamiento insostenible, ya que una ayuda excesiva contribuye a reducir el riesgo de los inversionistas privados con altos niveles de deuda. Se prevé, por tanto, que con la

generalización de las **CAC** se reducirá la incertidumbre que prevalece en la actualidad sobre los límites de asistencia del sector público, y que de hecho genera presiones para un mayor auxilio a prestatarios privados en crisis.

Otro aspecto de la estrategia que se propone es controlar el efecto contagio al permitirle a los diferentes actores del mercado predecir las acciones del sector público y, en consecuencia, concentrar más la atención en preceptos netamente del desempeño económico.

En resumen, los aspectos centrales del enfoque propuesto por el ex subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos, John Taylor, desde comienzos del 2002, se sintetizan en tres ideas básicas:

- Introducción de nuevas cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda.
- Determinación de ciertos patrones de conducta para acreedores y deudores mientras definen los pormenores de los términos de las nuevas cláusulas.
- Generación de incentivos para estimular a los países a adoptar tales cláusulas.

De cualquier manera, con independencia de que las **CAC** tienen sus limitaciones para enfrentar el problema de la variedad de emisiones, su práctica constituiría una alternativa mejor que el sistema actual, donde las cláusulas de muchos bonos soberanos, requieren de la aprobación del 100% de sus tenedores para realizar un cambio en los términos fijados.

Sobre el Mecanismo de Reestructuración la Deuda Soberana...

La propuesta va encaminada a crear un marco jurídico, elaborado a partir del precedente de las leyes de quiebra de las empresas, que le permita a los deudores encontrar un amparo legal frente a los acreedores que obstaculizan una reestructuración, exigiéndoles estos últimos a cambio, negociaciones de buena fe.

El mecanismo se inspira en el Capítulo XI de la Ley de Quiebras de Estados Unidos², que permite suspender los pagos a todos los acreedores y disponer de cierto período de tiempo, en el cual el deudor tiene la posibilidad de optar por una o más de las siguientes alternativas:

- ✓ Reorganizar sus finanzas y sus actividades para recuperar su capacidad de pago.
- ✓ Negociar con sus acreedores para reestructurar la deuda.
- ✓ Atraer dinero fresco otorgándole preferencias a esos nuevos acreedores para el reembolso del capital. Estas actividades deben realizarse bajo la protección y con la orientación de un tribunal de justicia que monitoree el proceso de moratoria.

El propósito por tanto, según sus ideólogos, es facilitar una reestructuración más organizada, ágil y predecible de la deuda soberana, o sea, crear incentivos para que deudores y acreedores lleguen a un acuerdo por voluntad propia y se vean más estimulados a reestructurar que a declarar la moratoria.

El deudor muchas veces posterga la necesaria reestructuración hasta el último momento, recurriendo a sus reservas e incrementando el costo posterior de restablecer la sostenibilidad, en caso de que lo logren. Los acreedores también se ven afectados por el temor de que en un arreglo desordenado, algunos sean más favorecidos que otros, lo que dificulta la reestructuración. En este contexto, a las partes afectadas no les queda otra opción que aceptar un incumplimiento unilateral, potencialmente contagioso, o un rescate financiero de los acreedores privados que estimule el riesgo moral.

² Las leyes nacionales de quiebra son un modelo eficaz en el ámbito de la insolvencia, aunque la posibilidad de aplicar el modelo empresarial, se ve limitada por las características singulares de los Estados soberanos.

Si bien estos enfoques compulsan a la reestructuración más que a la moratoria, si se declara esta última, entonces el mecanismo exigiría tres elementos básicos que creen un entorno más favorable para reestructurar. (Krueger, 2002a)

Primero, el deudor necesitará protección jurídica tras la suspensión de pagos y durante la negociación. Esta suspensión, tendría una duración fija, de alrededor de 90 días, pero podría renovarse.

Segundo, los acreedores necesitarían garantías razonables de que sus intereses estarán protegidos durante la suspensión; específicamente garantías de que el deudor no efectuaría pagos a acreedores no prioritarios³ y que aplicaría políticas económicas correctas.

Tercero, deberá existir una garantía, de que todo nuevo financiamiento otorgado por los acreedores privados después de la aplicación de la moratoria, no formará parte de la reestructuración.

En la práctica, los deudores le solicitarán al FMI una moratoria mientras negocian una reestructuración. A semejanza de los procedimientos internos de quiebras en que las reestructuraciones se hacen “a la sombra de la ley y no ante la justicia”, el **MRDS** debe ser solicitado por el deudor y no impuesto por el FMI.

En rigor, la propuesta sugiere un doble mecanismo de activación ya que el deudor debe solicitarlo, pero al mismo tiempo debe validarlo mediante una evaluación preliminar de las causas de la insostenibilidad de la deuda. De hecho, los acreedores estarán facultados para declarar que la entidad soberana no ha negociado de buena fe, en cuyo caso cesaría la moratoria y se volvería al estado de indefinición e incertidumbre prevaleciente antes de activar el mecanismo.

³ Los únicos acreedores con carácter preferencial son el FMI y el Banco Mundial.

La clave para lograr la coordinación entre acreedores tan disímiles es mediante la generalización de las **CAC**, que como ya se analizó reúne ciertas ventajas favorables a los acuerdos de renegociación de deudas.

No obstante, habría que considerar que las **CAC** no necesariamente se traducen de manera automática en una suspensión del reembolso, ni permiten que la nueva deuda que contraiga el deudor tenga prioridad sobre la ya existente. Además, “no garantizan hacerle frente a los distintos tipos de deuda, con sus distintos instrumentos de crédito, con la eficacia y amplitud que permitiría un enfoque legal de carácter más universal”. (Krueger, 2002b)

La propuesta del **MRDS** si bien constituye un complemento de las **CAC**, es de mayor alcance, ya que al ser activado el mecanismo le permitiría a acreedores y deudores negociar una reestructuración mediante una agregación de los distintos tipos de bonos (a efectos de la votación) y, concertar un acuerdo que tendrá carácter vinculante para todos los títulos por decisión de determinada supermayoría. (FMI, 2001).

De modo que, a diferencia de las **CAC**, que se aplican sólo a las emisiones de bonos individualmente consideradas, o sea a los títulos correspondientes a una misma emisión, el **MRDS** puede aplicarse a todos los créditos existentes y, por tanto le permitiría al deudor y a sus acreedores actuar como si la totalidad de esa deuda se rigiera por una cláusula única de acción colectiva.

Por otro lado, el **MRDS** entraría en vigor simultáneamente para todos los países, a diferencia de las **CAC** donde se plantearía el problema del “primero a actuar”⁴. O sea, los deudores podrían resistirse a incluir las **CAC** en sus emisiones de bonos, temiendo que los inversionistas consideren que dicha inclusión es una señal de mayor probabilidad de reestructuración, y por lo tanto, exijan una prima de riesgo más alta.

⁴ Se refiere a la discusión ente acreedores en torno a ver quién recupera primero su capital.

Por supuesto, para lograr efectividad en el mecanismo, se necesita de un acuerdo internacional, más que de cambios en las legislaciones nacionales. Está claro, que cualquier emisor puede introducir cláusulas de acción colectiva en sus emisiones de bonos siempre que lo considere prudente; sólo, que hay importantes jurisdicciones en las que no existe una base legal clara que permita modificar los derechos de los acreedores sin su consentimiento. Además, no siempre es legalmente posible alterar retroactivamente un contrato, lo cual reduciría la efectividad del mecanismo sólo para las nuevas emisiones de bonos soberanos.

El mecanismo supone la creación de un foro independiente y centralizado de solución de diferencias encargado de verificar la capacidad de pago, garantizar la entidad del proceso de votación y resolver los litigios que se planteen. Se requiere, además, de la creación de un Panel Judicial Internacional que funja como árbitro; inicialmente se le atribuyó esta función al FMI, lo que supondría enmendar el Convenio Constitutivo para otorgarle las facultades de Panel Judicial⁵.

Aunque se plantea que esto “no significa” transferir una autoridad jurídica sustancial al propio FMI, al mismo se le asignan tareas muy claras: realizar la validación inicial y la pertinencia de la política económica del país solicitante, y decidir si se debe o no conceder la moratoria.

De modo, que el FMI seguirá teniendo el mismo papel protagónico y continuará haciendo lo mismo que hasta ahora: respaldar las políticas económicas de los países y otorgar asistencia financiera a través de un programa de ajuste.

En resumen, para resolver el problema de la acción colectiva son dos los enfoques que se han venido debatiendo desde el 2002 en los marcos del FMI: un marco normativo y otro de mercado. El enfoque legal, está centrado en la creación de un

⁵ En principio podría lograrse lo mismo con un tratado multilateral, pero no tendría el mismo efecto, ya que con que sólo uno o dos firmantes se negaran a suscribirlo se reducirían considerablemente sus ventajas.

marco jurídico mediante el cual una mayoría especial de acreedores de una nación podrían aprobar un acuerdo de reestructuración de carácter vinculante para todas las partes; para ello se requiere adoptar un mecanismo sancionado mediante una norma legal universal. El enfoque de mercado, por su parte, aboga por la incorporación de **CAC** en los instrumentos de deuda.

El sector público, ha incrementado desde 1996, el uso de las **CAC** en las emisiones de bonos soberanos internacionales. Tradicionalmente se incluían sólo en emisiones gobernadas por la ley inglesa y japonesa, no es hasta el 2003 que se norma para la jurisdicción de New York. Se estima que, actualmente, el 48% del monto notional del stock de los bonos soberanos internacionales se rigen por esta ley y el 40% por la de Londres.

Se supone, además, que de los 900 mil millones de bonos pendientes de pago, el 80% incluye **CAC** y del total de 420 mil millones que se gobiernan bajo la ley de New York, el 75% tiene incorporada **CAC**. (IMF, 2014)

Definitivamente la reforma en este ámbito se ha venido gestando por el lado de los mecanismos de mercado y no del marco normativo centrado en el MRDS donde no se perciben avances significativos. Hechos como el litigio de Argentina en Estados Unidos por los fondos buitres reflejan las vulnerabilidades asociadas a la ausencia de un mecanismo internacional para la reestructuración ordenada de la deuda soberana denominada en bonos. De ahí que se han venido proponiendo reformas en este ámbito que han sido ampliamente respaldadas por el FMI y por la Asamblea General de la Naciones Unidas⁶.

⁶ El 9 de septiembre del 2014 se adoptó en el marco de las Naciones Unidas la Resolución 68/304, ***Towards the establishment of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes***, para elaborar y adoptar, a través de un proceso de negociación intergubernamental, un marco legal multilateral para los procesos de reestructuración de deuda soberana. De esta forma, se contribuiría a incrementar la eficiencia, estabilidad y predictibilidad del sistema financiero internacional y se potenciaría el crecimiento económico y el desarrollo sostenible.

II. Cambios recientes para fortalecer el marco contractual para la reestructuración de la deuda soberana.

Si bien las **CAC** contribuyen a mitigar el problema de la acción colectiva en reestructuraciones de deuda soberana, la introducción de las mismas no elimina el problema de los holdouts o acreedores disidentes. Sólo limitan la capacidad de estos últimos de bloquear la reestructuración de una emisión individual de bonos cuando dicha reestructuración cuenta con un respaldo amplio.

En la práctica lo que sucede es que siempre hay acreedores que no participan en la renegociación bajo la expectativa de que podrán exigir el pago total de los créditos, lo que desestimula a aquellos que sí deciden hacerlo y los impulsa a retirarse ante el temor de obtener beneficios inferiores que aquellos que se niegan a participar. Como las **CAC** requieren, por lo general, de una votación por cada serie de emisión de bonos, los holdouts pueden obtener una proporción suficientemente significativa de los bonos de una emisión determinada e impedir que la misma entre en efecto y que se ponga en marcha la reestructuración de esa emisión.

La incertidumbre generada por este problema pudiera conllevar a una cesación de pagos y/o enlentecer los procesos de renegociación afectando la estabilidad de deudores, acreedores y del sistema financiero.

Los cambios planteados para fortalecer el marco contractual para la reestructuración de la deuda soberana se asocian a la introducción de modificaciones en las cláusulas usadas en los contratos de deuda, particularmente la de **Pari Passus (CPP)** y las **Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)**.

La **CPP** se utiliza en los contratos financieros para indicar que los créditos debería guardar la misma igualdad de derechos y obligaciones en relación con otras deudas similares de un mismo deudor. O sea, no se le debe otorgar a futuros

acreedores garantías o condiciones más favorables, sin brindarle igual beneficio al resto.

El juicio de Argentina ante el tribunal de New York por el tema de los fondos buitres donde la Corte falló a favor de estos fondos, fue la razón principal por la que se decide modificar la Cláusula de Pari Passu. Dicho tribunal interpretó que como dicho cláusula exige pagarles proporcionalmente a todos los acreedores, Argentina, el agente fiduciario y otras partes de la cadena de pagos, no podían pagarles a los bonistas que habían aceptado reestructurar la deuda a menos que también se le pagara el total de los créditos a los holdouts. O sea, se alega que Argentina violó la **CPP** cuando dicha nación estaba siendo consecuente con la reestructuración acordada por la supermayoría de los tenedores de bonos según lo estipulado por las **CAC** de esos contratos financieros y que, debía ser de obligatorio cumplimiento por el resto de los bonistas.

De modo que la preocupación sobre el impacto sistémico que pudiera tener reforzar la estrategia de los holdouts en causas futuras compulsó a modificar la **CPP** para evitar futuros problemas de interpretación por parte de las diferentes jurisdicciones. La Cláusula de Pari Passu, ahora tendrá una estipulación para “aclarar que no exige un pago proporcional a todos los acreedores⁷, sino solamente a los que tienen igual rango jurídico... sólo prohibirá acciones que subordinen jurídicamente a ciertos acreedores cuyos créditos no están garantizados”. (IMF, 2014a)

Se espera que con el uso generalizado de estas cláusulas modificadas en nuevas emisiones de deuda soberana se refuerce la seguridad jurídica y la coherencia entre distintas jurisdicciones.

Por otra parte, la modificación que se propone para las **cláusulas de acción colectiva** pasa por la incorporación de sólidos elementos de agregación. Para

⁷ Pagos a prorrata

reducir la posibilidad de que los acreedores disidentes socaven el proceso de reestructuración. En este contexto, se recomienda realizar un procedimiento de votación “unificada” que permita que los bonos se reestructuren sobre la base de una única votación para todos los instrumentos afectados.

Sin embargo, esto supone considerar algunas garantías para proteger los intereses de los acreedores cuando se aplique tal procedimiento, “ la cláusula de acción colectiva debería exigir que a todos los bonistas afectados se les ofrezca el mismo instrumento o un menú idéntico de instrumentos, e incluir un número mínimo de votos que representen 75% del monto agregado de principal pendiente de pago de todas las series afectadas”. (IMF, 2014a)

Dado que una agregación entre acreedores disímiles y con montos e instrumentos diferentes resulta compleja, se plantea la necesidad de que la **cláusula de acción colectiva** sea lo suficientemente flexible como para permitir diferenciar entre acreedores, cuando así corresponda. Con tal fin, se ha propuesto incluir en los nuevos bonos soberanos internacionales una única cláusula de acción colectiva con un menú de procedimientos de votación que aparecen recogidos en el Cuadro No.1.

Como se aprecia se ofrece un abanico de opciones que considera un procedimiento de votación unificada con la posibilidad de “sub-agregación” (es decir, la posibilidad de realizar votaciones separadas para diferentes grupos de emisiones de bonos). Además, se prevé un procedimiento de votación agregada por doble mayoría, y otra serie por serie.

Cuadro No. 1. Menú de procedimientos de votación

CARACTERISTICAS CLAVES	MENU DE PROCEDIMIENTO DE VOTACIÓN		
	Serie única	Agregada	
		Doble mayoría	Votación única
Requerimiento de aplicación uniforme	NO	NO	SI
Umbral de votación	75% (por series)	66% (agregado) 50% (por series)	75% (agregado)
Sub agregación	NO	SI	SI

Fuente: IMF. Strengthening the contractual framework to address collective action problems in Sovereign debt restructuring. October 2014.

Nótese como a diferencia de la votación serie por serie que requiere de un 75%, el umbral de votación de la nueva propuesta de agregación exige del 66% y el 50% de los votos, para el caso de la doble mayoría. Esta última variante es muy funcional para la emisión de bonos soberanos en la zona del euro donde se hace necesario una cláusula de acción colectiva que prevea un procedimiento de votación serie por serie o un procedimiento de votación por doble mayoría. Este enfoque es apropiado para dichos bonos ya que las emisiones de bonos soberanos de la zona del euro se rigen, en la mayoría de los casos, por la legislación nacional, y en los últimos años ha habido un mayor apetito entre los participantes del mercado por este tipo de cláusula.

Para asegurar cierta equidad entre los acreedores se establecen ciertas salvaguardas. Por ejemplo, los tenedores de una emisión grande no pueden usar su poder de voto para acordar términos que discriminen contra tenedores de emisiones pequeñas. Ante una emisión A, B y C, donde $A + B > C$, se corre el

riesgo de que en ausencia de una votación serie por serie, los tenedores de A y B dominen el voto y obtengan instrumentos de mayor valor que C. Por tanto, debe aplicarse un requisito de uniformidad, habrá que ofrecerle a todos los tenedores el mismo instrumento o un menú de instrumentos idénticos. (IMF, 2014)

No obstante, es posible ofrecer un menú diferente de instrumentos a diferentes acreedores, en caso de que se requiera. A modo de ilustración, si en una reestructuración un emisor extiende la madures de todos los bonos afectados a 3 años, a un bonista con un instrumento de un año se le ofrecerá un período de 4 años, mientras que a otro con un título con vencimiento en 3 años, se le ofrecerá otro de 6 años. En ese caso, el procedimiento de votación unificada no podrá usarse dado que no es aplicable el requerimiento de uniformidad. Sin embargo, un emisor podría seguir utilizando dicho procedimiento pero sobre bases de subagregación, o sea, agrupando diferentes series de bonos y realizando la votación única por cada uno de los grupos. Por ejemplo, varios bonistas con títulos de entre 1 y 2 años podrían ubicarse en un mismo conjunto de votación y se le pueden ofrecer un instrumento de 5 años, mientras que aquellos instrumentos con madures de entre 2 y 4 años podrían colocarse en otro grupo y ofrecerle instrumentos de 7 años. En tal caso, dentro de cada grupo sí se aplica un requisito de uniformidad. (IMF, 2014)

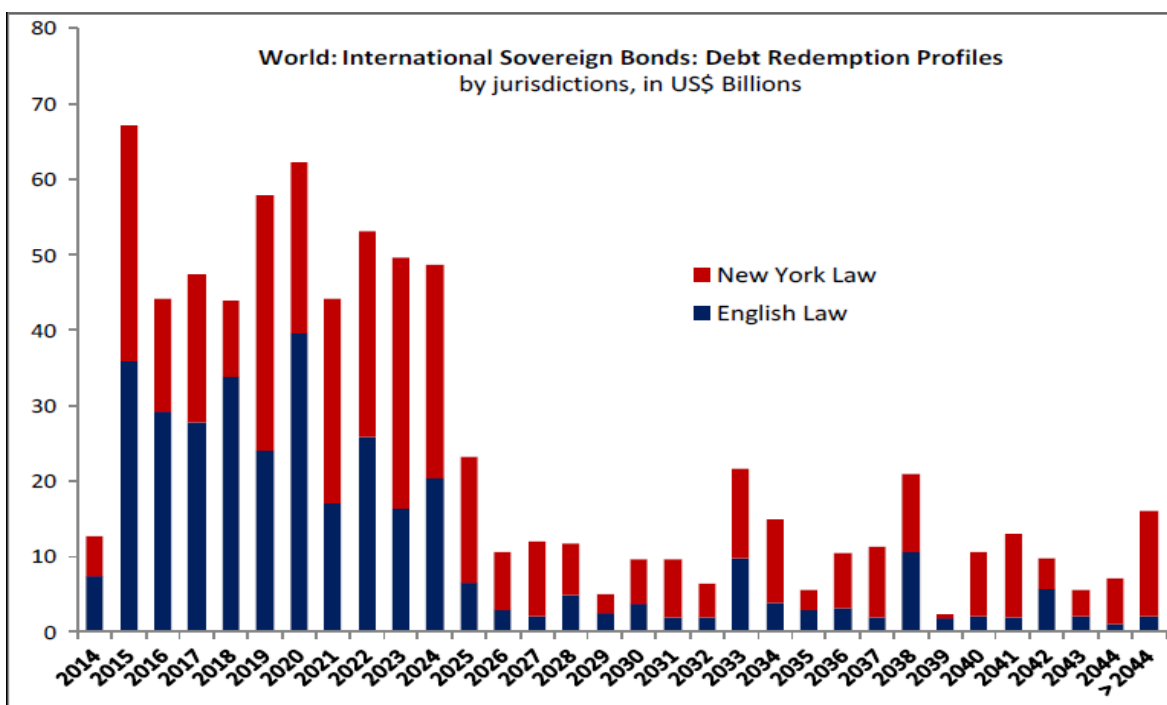
La agregación de títulos para votar, en vez de serie por serie reduce la posibilidad de los fondos buitres y también de los acreedores disidentes de bloquear la participación de una serie en particular. O sea, se evita la posibilidad de que unos pocos mantengan el control de una emisión en particular que bloquee la reestructuración.

La propuesta de modificación abarca múltiples instrumentos de deuda, incluidos los bonos denominados en diferentes monedas y regidos por diferentes leyes extranjeras. Si bien se ha estado debatiendo la conveniencia de incluir una cláusula de acción colectiva que disponga el procedimiento de votación agregada

en los bonos regidos por legislación nacional, la prioridad en estos momentos es la inclusión de la cláusula en los bonos regidos por legislación extranjera, dado que estos bonos otorgan a los potenciales acreedores disidentes mayor ventaja jurídica.

De cualquier manera, aun cuando se logren introducir las modificaciones propuestas a las nuevas emisiones de bonos soberanos, el stock existente no se afectaría y ese es un problema preocupante.

El valor corriente del stock de bonos soberanos pendientes de pago es de \$900 mil millones de dólares. Se estima que alrededor del 71% de ese stock madurará dentro de 10 años y el 29% restante lo hará posteriormente.



Fuente: IMF. Strengthening the contractual framework to address collective action problems in Sovereign debt restructuring. Octubre 2014.

Nótese como el 61% de los bonos gobernados por la Corte de New York, donde los riesgos son mayores dado el carácter de las decisiones de dicha corte, vencerán después de los 10 años y el 39% lo hará en más de 10 años . Esto

constituye una fuente de vulnerabilidad importante para los emisores de esos títulos.

Tabla No.1 Madures de los bonos soberanos internacionales pendientes de pago (%)

No. de años	Ley de New York	Ley Inglesa	Total
3	17.1	28.5	24.0
5	27.7	45.0	39.3
7	39.7	61.0	53.0
10	61.0	78.8	71.3
>10	39.0	21.2	28.7

Fuente: IMF. Strengthening the contractual framework to address collective action “problems in Sovereign debt restructuring. October 2014.

Definitivamente de la tabla se desprende que existe un riesgo a mediano y largo plazo significativo. El que un mayor número de bonos pendientes de pago se encuentren bajo la jurisdicción inglesa responde a que la introducción de **CAC** siempre ha sido una norma de gestión en dicha jurisdicción, en cambio en la de New York comenzó a aplicarse en el 2003. No obstante preocupa que en los 10 próximos años el 61% de los bonos pendientes estarán regidos por la Corte de New York; si las decisiones de dicha Corte son interpretadas de manera amplia, se socavaría el proceso de reestructuración por el efecto de las **CAC**; sí se interpreta más estrechamente los riesgos pudieran reducirse. (IMF, 2014)

Esto indica la urgencia de concretar un acuerdo a nivel internacional en esta materia a través de un marco legal, normativo y no dejarlo simplemente a la voluntad del mercado. Han surgido algunas propuestas de swap de deuda, o sea de canje del stock en circulación mediante operaciones de gestión de pasivos centradas en intercambiar los bonos en circulación por otros nuevos que consideren las nuevas disposiciones. Sin embargo, no se ha logrado el consenso

necesario para realizar acciones concretas que garanticen reducir la incertidumbre generada en esta materia.

El FMI pudiera jugar un papel importante a partir de la compilación de información sobre el stock de bonos soberanos internacionales con **CAC** y con **CPP**, la madures de los mismos y las intenciones de las autoridades sobre futuras emisiones. También podría promover el uso de dichas cláusulas en los diálogos que sobre el tema se susciten no sólo hacia el interior del FMI sino también en otros foros como el G-20 en las reuniones de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales, etc.

III. Reflexiones finales

Una evaluación crítica del nuevo debate sobre el fortalecimiento del marco contractual para la reestructuración de la deuda soberana permite identificar aspectos positivos pero también cuestionar algunas problemáticas.

Resulta muy positivo que regrese a la agenda para la reforma de la Arquitectura Financiera Internacional el tema de la reestructuración de la deuda soberana denominada en bonos. Este debate se había diluido desde la mitad de la década pasada. También se ve con satisfacción la aprobación de una resolución en el marco de la Asamblea General de las Naciones Unidas para elaborar y adoptar, a través de un proceso de negociación intergubernamental, un marco legal multilateral para la reestructuración de la deuda soberana.

Esto último es particularmente importante porque permite establecer sinergias positivas entre los esfuerzos que se realicen en esta materia en el marco del FMI y los compromisos establecidos en Naciones Unidas. La Diplomacia financiera no va en el mismo sentido que la diplomacia política. Por tanto, si el tema se lleva a la Asamblea General de las Naciones Unidas, el nivel de compromiso de la comunidad internacional se refuerza aún más.

De cualquier manera, no debe perderse de vista que si bien las modificaciones planteadas van dirigidas a reforzar el marco legal institucional en el que se desarrolla la reestructuración de la deuda soberana, el mecanismo sigue siendo esencialmente de mercado por lo que, si bien el FMI puede y debe jugar un papel fundamental en esta materia, su función es limitada.

Con relación a las insuficiencias de la propuesta, dos sobresalen como las más importantes; la primera, asociada al alcance de la misma. Se trata de un mecanismo válido para la deuda soberana sin embargo, la deuda privada representa ya el 49% del total de la deuda de las naciones subdesarrolladas y eso constituye un foco de vulnerabilidad muy preocupante. Ver anexo 1. Está claro que este es un tema pendiente y hay que darle una solución con urgencia, pero se están acumulando nuevas problemáticas que requieren de la atención y el compromiso de la comunidad internacional. No debe desviarse la atención sólo a una arista del problema, se requiere de un enfoque más integral y .no sólo desde la perspectiva desde los acreedores.

La otra limitación que sobresale está relacionada con los bonos que se encuentran en estos momentos en circulación que no tiene incorporados una cláusula de mayorías y aquellos que sí tienen CAC pero no sujetas a las nuevas disposiciones y cuyos plazos de vencimiento son en menos de 10 años. De modo que hay un período de transición caracterizado por la coexistencia de títulos que pueden generar considerables riesgos en caso de que se requiera enfrentar una situación de insostenibilidad de deuda por parte del emisor.

De hecho, hasta el momento, sólo 4 países: Argentina, República Dominicana, Grecia y Uruguay han incluido cláusulas de agregación en sus emisiones de bonos soberanos. Es preciso estimular el apetito por la incorporación de este tipo de cláusulas en las nuevas emisiones y seguir presionando para recabar el consenso necesario y poder aplicar alguna alternativa de canjear parte de los

bonos que actualmente están en circulación por otros que contengan las nuevas disposiciones.

Finalmente apuntar que las CAC para nada transfieren ventajas jurídicas de los acreedores a los deudores, lo que hace es transferirla de los acreedores aislados al grupo. O sea, se trata de un mecanismo esencialmente de los acreedores y para los acreedores aunque funcional a los deudores.

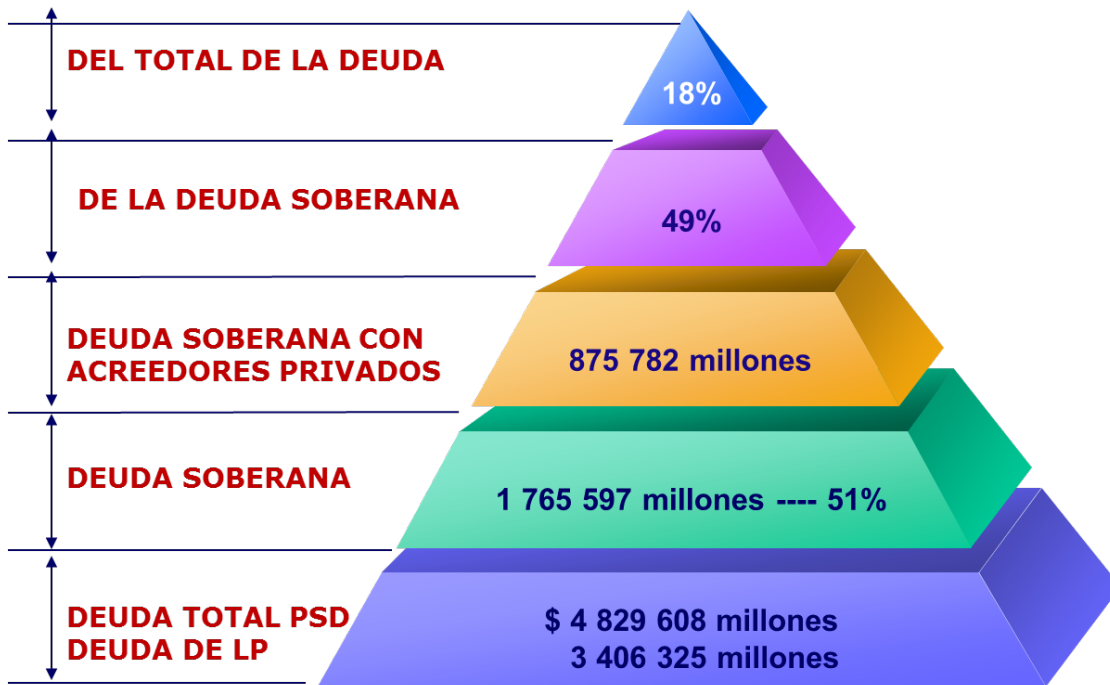
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- Krueger, Anne, “Sovereign Debt Restructuring Mechanism: One Year Later”. Nov. 2002. México D.F.
- _____, Entrevista concedida al Boletín del FMI No.9, Vol. 31,
 - Washington DC, mayo del 2002a, en sitio web, www.imf.org
- _____. “Sovereign Debt Restructuring Mechanism: One Year Later”.
 - Nov. 2002b. México D.F.
- Taylor, John B., “La reestructuración del crédito soberano: la perspectiva estadounidense”, en Washington DC, Diciembre del 2002.
- IMF. “International Financial Architecture for 2002: a new approach to sovereign debt restructuring”, Washington DC, November, 2001.
- _____. Strengthening the contractual framework to address collective action problems in Sovereign debt restructuring. October 2014.
- _____. Comunicado de Prensa No.14/459. 6 de Octubre del 2014a.

OTRA BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA:

- IMF. El FMI respalda reformas para reestructuración de deuda soberana más ordenadas. Boletín. 6 de octubre de 2014.
- _____. Propuesta para un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana. Ficha técnica. Enero 2003. www.imf.org.
- _____. The fund's lending framework and sovereign debt—preliminary considerations. June 2014. Washington DC. <http://www.imf.org/external/pp/ppindex.aspx>
- _____. Comunicado de Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro para Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo. 10 de Abril de 2014.
- United Nations. Resolution 68/304. Towards the establishment of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes. Resolution adopted by the General Assembly on 9 September 2014.
- _____. External Debt Sustainability. Report of the Secretary - General. 22 July 2014.

ANEXO 1



Fuente: Elaboración propia a partir de World Bank. International Statistical Debt, 2014