

# Ensayos Económicos

---

## **Los problemas de equidad entre acreedores, y entre deudores y acreedores, en la reestructuración de la deuda soberana**

Skylar Brooks, Martín Guzman, Doménico Lombardi y Joseph E. Stiglitz

## **Las economías emergentes y la arquitectura financiera internacional: el “privilegio exorbitante” del dólar es solo el síntoma de un problema estructural**

Jan Kregel

## **Inversión, financiamiento y la paradoja de la deuda en Minsky. Un análisis microeconómico aplicado a América Latina**

Esteban Pérez Caldentey y Alejandro González Castillo

## **Ambigüedad, aversión por la ambigüedad y reservas de valor en Argentina**

Eduardo Ariel Corso

## **Prebisch y el principio de reciprocidad.**

## **Una aplicación para el caso de la Política Automotriz Común entre Argentina y Brasil**

Ana Inés Gárriz y Demian Tupac Panigo

# 73

Diciembre de 2015



# Los problemas de equidad entre acreedores, y entre deudores y acreedores, en la reestructuración de la deuda soberana

**Skylar Brooks**

Universidad de Waterloo

**Martín Guzman**

Universidad de Columbia e IIEP-BAIRES (UBA-CONICET)

**Doménico Lombardi**

CIGI

**Joseph E. Stiglitz\***

Universidad de Columbia

## Resumen

Los diferentes tipos de acreedores tienen derechos políticos y financieros distintos y, por consiguiente, intereses distintos y, en ocasiones, hasta divergentes o en pugna. Esto significa que el ejercicio de compartir la carga en las reestructuraciones de la deuda soberana se desarrolla no solo entre deudores y acreedores sino también entre distintos tipos de acreedores. El enfoque del sector privado centrado en las cláusulas de acción colectiva no es suficiente para resolver los innumerables problemas asociados con la reestructuración de la deuda soberana. En respuesta a las deficiencias del enfoque actual, deberían considerarse diversas medidas de política para mejorar la equidad y la eficiencia de estos procedimientos. Estas medidas incluyen: una regulación más estricta de los contratos de *credit default swap* soberanos; marcos que faciliten los procesos de reestructuración, el desarrollo de reglas y normas comunes para valorar las concesiones públicas y privadas en estos procesos; y el establecimiento de mayores derechos para los acreedores implícitos.

*Clasificación JEL:* F34, H12, H63, H81, K12.

*Palabras clave:* contratos incompletos, deuda soberana, equidad, reestructuración.

---

\*Los autores agradecen a los participantes de la conferencia sobre “Marcos para la Reestructuración de Deuda Soberana” realizada en Columbia University en Noviembre de 2015 y a los participantes de las sesiones del comité Ad Hoc sobre Procesos de Reestructuración de Deuda Soberana de la Asamblea General de las Naciones Unidas por útiles comentarios y discusiones. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Emails: martin.guzman@gmail.com.

# Intercreditor and Debtor-creditor Equity Issues in Sovereign Debt Restructuring

**Skylar Brooks**

University of Waterloo

**Martín Guzman**

Columbia University, IIEP-BAIRES (UBA-CONICET)

**Doménico Lombardi**

CIGI

**Joseph E. Stiglitz**

Columbia University

## Summary

Different types of creditors have different political and financial claims and thus different —at times, divergent or conflictive— interests. This means that the burden-sharing exercise of sovereign debt restructuring is played out not just between debtors and creditors, but also between different types of creditors. The private sector approach centered on collective action clauses (CACs) is not sufficient to solve the myriad problems, including those of inter-creditor and debtor-creditor equity, associated with sovereign debt restructuring. In response to the deficiencies of the current approach, several policy measures to enhance the equity and efficiency of sovereign debt restructuring procedures should be considered. These include: tighter regulation of sovereign credit default swap (SCDS) contracts; the provision of a greater role for debt reprofiling and bondholder aggregation; the development of common rules and norms for valuing public and private concessions in sovereign debt restructurings; and the establishment of greater creditor rights for implicit creditors.

*JEL:* F34, H12, H63, H81, K12.

*Keywords:* equity, incomplete contracts, restructuring, sovereign debt.

## I. Introducción

Buena parte del análisis sobre la reestructuración de la deuda soberana se focaliza en el conflicto distributivo entre los deudores soberanos y sus acreedores. Hay también una tendencia analítica a ver a los acreedores como un grupo relativamente homogéneo con intereses similares. Sin embargo, en la práctica, hay una considerable diversidad entre los acreedores. Los diferentes tipos de acreedores tienen derechos políticos y financieros distintos y, por consiguiente, intereses distintos y, en ocasiones, hasta divergentes o en pugna. Esto significa que el ejercicio de compartir la carga de la reestructuración de la deuda soberana se desarrolla no solo entre deudores y acreedores sino también, sobre todo, entre distintos tipos de acreedores.

Deberíamos subrayar que el enfoque del sector privado centrado en las cláusulas de acción colectiva (CAC) —incluso en el caso de las CAC más nuevas y sólidas adoptadas recientemente por Kazajstán y México— no es suficiente para resolver los innumerables problemas relacionados con la reestructuración de la deuda soberana. Entre otras cosas, estas cláusulas no garantizan el cumplimiento de acuerdos de prioridad, ni resuelven el financiamiento del “deudor en posesión” ni tampoco eliminan el problema de los *holdouts* (Bolton, 2003; Buchheit *et al.*, 2013). Tampoco contemplan las preocupaciones *ex ante*, como la tendencia a demorar las reestructuraciones de deuda necesarias (Gitlin y House, 2014; Guzman, Ocampo y Stiglitz, 2016; FMI, 2013b), ni garantizan que el deudor no quede con una carga de deuda insostenible después de la reestructuración. A continuación se considerarán en detalle varios de estos problemas.

El objetivo del presente trabajo no es analizar las fortalezas y debilidades de los diversos enfoques o avalar uno de ellos por sobre los demás sino poner el foco en algunos de los efectos de los contratos incompletos y de la ausencia de un régimen más amplio de quiebra soberana sobre la equidad entre acreedores y entre deudores y acreedores, así como los problemas de eficiencia asociados que presentan las reestructuraciones de deuda soberana.

La mayoría de los debates sobre los conflictos entre acreedores relacionados con la reestructuración de deuda soberana se focalizan en los problemas de acción colectiva que derivan en resultados subóptimos, tanto a nivel individual como colectivo. Desde la perspectiva de la teoría de los juegos, varios estudios demuestran la lógica de suma positiva inherente a la coordinación entre acree-

dores y entre acreedores y deudores para impedir y resolver crisis de deuda soberana (Rogoff y Zettlemeyer, 2002; Pitchford y Wright, 2010).<sup>1</sup> Algunos estudios también subrayan, o al menos insinúan, que los intereses del acreedor suelen estar relativamente alineados con los intereses del deudor, en la medida en que ambos grupos desean evitar las crisis y, cuando éstas se producen, desean resolverla con una disrupción mínima, aun cuando ello signifique una “reestructuración temprana y rápida de una deuda soberana insostenible” (Krueger, 2012, p. 199; FMI, 2014b). Por supuesto que éste no siempre es el caso, en particular cuando los grupos de acreedores no son homogéneos. En muchas situaciones, existen conflictos de intereses significativos que pueden socavar la equidad y la cooperación entre acreedores y también entre deudores y acreedores durante los procesos de reestructuración de deuda soberana.

Este trabajo se focaliza en un conjunto específico de conflictos que afectan a los procesos de reestructuración de deuda y sus resultados: los problemas de equidad entre acreedores y entre deudores y acreedores. También ofrece algunas propuestas para empezar a resolver estos problemas de maneras que contribuyan a reestructuraciones de deuda más justas y más eficientes.

## II. El papel de los *credit default swaps* soberanos

Desde el año 2008, el uso de los *credit default swaps* soberanos (SCDS, por sus siglas en inglés) ha experimentado un rápido crecimiento, en especial en las economías avanzadas en las que han surgido nuevas preocupaciones respecto de la sostenibilidad de la deuda (FMI, 2013a). Muchos inversores los utilizan para cubrirse contra el riesgo de *default* soberano y para proteger sus activos en el caso de una reestructuración de deuda. Pero también se los usa para especular sobre la posibilidad de un *default*, generando una actividad que algunos temen que podría tener “efectos desestabilizadores sobre el sistema financiero” (ibidem). En octubre de 2011, para mitigar el riesgo, la Unión Europea (UE) prohibió la compra de contratos de *credit default swap* sobre bonos soberanos que el comprador no poseyera, es decir, cuando el inversor no estuviera realizando una operación de cobertura (Ruffoni, 2014). Desde entonces, las operaciones con SCDS en la Unión Europea se han reducido marcadamente. Sin embargo, los datos sugieren que buena parte de esta actividad especulativa se ha trasladado a la deuda de los mercados emergentes (ibidem).

---

<sup>1</sup> Desde estas perspectivas, el problema radica en que, aun cuando la cooperación es “Pareto superior”, es imposible alcanzarla debido a asimetrías en la información y otras limitaciones sobre la acción colectiva.

El uso generalizado de los SCDS contradice la noción de que los acreedores necesariamente desean evitar los *defaults* soberanos y que, cuando se producen, buscan acuerdos rápidos y equitativos de reestructuración. Tal como observa el estudio jurídico de derecho internacional Allen & Overy (2011, p. 17), “los compradores de protección, por lo general, querrán que el evento de crédito se produzca”. Cuando ese evento se desencadena o necesita una reestructuración de deuda, no todos los acreedores necesariamente tendrán el mismo incentivo para llegar a una solución justa y oportuna respecto de la deuda. Algunos acreedores (con posiciones pequeñas o inexistentes en SCDS) tendrán un fuerte incentivo por llegar a un acuerdo mientras que aquellos con grandes posiciones en SCDS tendrán un incentivo menor (Guzman y Stiglitz, 2014). El desfase entre las estructuras de incentivos de los diferentes acreedores empeora si tenemos en cuenta que los bonistas involucrados en una reestructuración no están obligados a divulgar sus posiciones en SCDS.

Estos conflictos de intereses amenazan con exacerbar el problema de los *holdouts*, incentivando aún más la ausencia de cooperación en las negociaciones de reestructuración de deuda. Esto es especialmente preocupante en vistas del reciente litigio relacionado con la Argentina en el cual, al darse a los *holdouts* una nueva estrategia para procurar el repago total y bloquear el repago de quienes acordaron ingresar al proceso de reestructuración, se amenaza con aumentar los incentivos para convertirse en *holdout* en los futuros acuerdos de reestructuración. Imaginemos esta situación: en el caso de una reestructuración de deuda, los *holdouts* con grandes posiciones en SCDS podría iniciar una demanda en busca del repago y, si salen airoso, cobrar dos veces.

Además de los *holdouts*, hace largo tiempo que se ha reconocido que los deudores en dificultades suelen posponer el proceso de reestructuración y, cuando ya no puede postergarse más, buscan una quita de deuda insuficiente de parte de los acreedores. A menudo se cita a la reestructuración de la deuda griega de 2012 como el ejemplo perfecto del problema de “demasiado poco, demasiado tarde” (FMI, 2013b; Gitlin y House, 2014). La solución de política consistiría en lograr que se unan los deudores y sus acreedores en una etapa temprana (cuando resultan evidentes por primera vez las dificultades para cumplir con el servicio de la deuda) y procuren restablecer la sostenibilidad de la deuda. Una reestructuración temprana podría ayudar a evitar el *default* y una reestructuración más profunda en el futuro, beneficiando de este modo a deudores y acreedores. Sin embargo, los acreedores que son titulares de SCDS tendrán muy pocas razones para cooperar

con los demás acreedores y con los deudores para impedir crisis futuras. La lógica de una reestructuración voluntaria “anticipada” solo tiene sentido si los acreedores temen que incurrirán en pérdidas mayores en el caso de una crisis futura. La compra de SCDS reduce ese temor y, con ello, el incentivo para buscar una resolución temprana para las dificultades de deuda soberana, que ya es complicada de alcanzar. El uso de los SCDS podría, entonces, cortar aún más el vínculo entre los intereses de los acreedores y de los acreedores y el deudor en la reestructuración de la deuda soberana.

### III. Acreedores de corto plazo versus acreedores de largo plazo

Equilibrar los intereses de los tenedores de deuda soberana de corto y de largo plazo también plantea problemas de equidad entre los acreedores. Las reestructuraciones suelen afectar solo a los titulares de algunas emisiones o series de bonos y no a todos los bonistas en su conjunto.

Existe una diferencia clave entre los acreedores cuyas acreencias vencen durante una crisis de deuda o un programa del FMI (acreencias de corto plazo) y aquellos con acreencias de plazo más largo que recién vencen varios años después. La distribución de las pérdidas entre estos dos tipos de acreedores genéricos depende de la manera en que se resuelva la crisis de deuda.

Las crisis de deuda tradicionales empiezan con un rescate (*bailout*), en los cuales los acreedores de corto plazo salen relativamente ilesos. El FMI llega para ocupar el lugar dejado por los acreedores a los que rescató. Dado que el FMI es un acreedor *senior de facto* y, como tal, siempre se le devuelve el préstamo a tiempo y en su totalidad, los acreedores de largo plazo que “permanecen” (quienes, por lo general, no tienen otra opción más que quedarse) son impulsados hacia abajo en la “cadena alimentaria” de los acreedores (que determina a quién se le paga, en qué condiciones y cuándo).

En cambio, en las crisis más recientes, en las que se ha producido un “*bail-in*”, suelen ser los acreedores de corto plazo los que se llevan la peor parte porque sus acreencias vencen al mismo tiempo que el país soberano tiene dificultades para cumplir con el servicio de su deuda. Por lo tanto, deben refinanciar y/o aceptar una pérdida del valor nominal de su acreencia.

Es evidente, entonces, que el método de tratamiento determina qué acreedores ganan y cuáles pierden, en términos relativos, durante una crisis de deuda soberana.

#### IV. Acreedores extranjeros versus acreedores locales

La nacionalidad de los bonistas —en especial si son extranjeros o residentes locales— también puede ser un determinante importante en el tratamiento diferencial que reciben los acreedores. Por ejemplo, los acreedores locales y extranjeros recibieron un tratamiento diferente en las reestructuraciones más recientes de Argentina, Jamaica, Dominica, Rusia y Uruguay, para mencionar solo unos pocos casos. Hay una serie de razones por las cuales los países soberanos podrían querer discriminar a favor o en contra de los acreedores extranjeros o locales en sus estrategias de reestructuración de deuda (Erce, 2013).

En primer lugar, los residentes están sujetos al sistema regulatorio y legal del país, razón por la cual les resulta más fácil persuadir o coaccionar para participar en un canje de deuda. En segundo término, un gobierno puede optar por cumplir con sus obligaciones de deuda externa y simultáneamente reestructurar sus deudas internas para retener el acceso a los mercados de capitales internacionales, en una estrategia especialmente atractiva para los mercados financieros domésticos subdesarrollados. En tercer lugar, un país soberano puede optar por reestructurar sus obligaciones de deuda externa mientras cumple con sus obligaciones domésticas con el objetivo de mitigar las secuelas financieras internas que podrían resultar de un *default* y/o una reestructuración de las acreencias de los bancos y empresas locales.

Por último, los residentes locales pueden tener más influencia que los extranjeros en la toma de decisiones de sus gobiernos y, por lo tanto, una mayor capacidad para dar forma a resultados que favorezcan a los acreedores domésticos (ibídem).<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Hay dos complicaciones adicionales. Primero, si en promedio los contratos de deuda de los acreedores extranjeros y los locales difieren, toda discusión sobre cómo tratar a las diferentes clases de acreedores se convierte, *de facto*, en una discusión de cómo tratar a los acreedores extranjeros versus los acreedores domésticos. Por ejemplo, si los acreedores locales prestan en moneda doméstica y los extranjeros prestan en dólares, cualquier decisión sobre el tipo de cambio es, *de facto*, una discusión sobre el tratamiento de un acreedor versus el otro. Segundo, los prestatarios locales están, inevitablemente, sujetos a las políticas impositivas y de gastos propios de su país, que pueden compensar, por ejemplo, algunas de las pérdidas que podrían producirse en un proceso de reestructuración de deuda. A su vez, los acreedores extranjeros podrían ser también parcialmente compensados por sus gobiernos a través del sistema tributario.

Tal como demuestran estos ejemplos, la inequidad entre los acreedores extranjeros y locales puede ser un aspecto controvertido de las reestructuraciones de deuda soberana, con un impacto directo en la justicia y eficacia percibidas de las diversas estrategias de resolución. Las cláusulas *pari passu* fueron diseñadas para impedir esta discriminación pero, tal como demuestra el reciente litigio de la Argentina, pueden interpretarse y aplicarse de maneras reñidas con su intención original (Burn, 2014; Gilsinan, 2014).

## V. Acreedores públicos versus acreedores privados

Los acreedores privados y públicos —o comerciales y oficiales— también generalmente reciben un tratamiento diferente en los procesos de reestructuración de deuda soberana (Mandeng, 2004). No hay una lógica clara respecto de qué grupo (acreedores públicos o acreedores privados) recibe, por lo general, un tratamiento más favorable. A continuación se compararán brevemente los tratamientos a acreedores bilaterales y multilaterales oficiales y del sector privado.

El Club de París de acreedores bilaterales oficiales otorga quita de la deuda sobre la base del principio de “comparabilidad del tratamiento”, lo que significa que cualquier deudor que recibe tratamiento del Club de París debe buscar también una quita de deuda comparable de sus restantes acreedores bilaterales oficiales y privados.<sup>3</sup>

Sin embargo, el problema radica en que obtener concesiones comparables de los acreedores comerciales (que no tuvieron participación en el acuerdo con el Club de París) puede resultar difícil. Además, la obtención de un tratamiento comparable se ve complicada por el hecho de que los acreedores oficiales y privados “no comparten reglas comunes para valuar las concesiones en la reestructuración de deuda” (ibídem, p. 18).

En un ejemplo más específico, los acreedores privados no tuvieron un tratamiento igualitario en la carga de la quita sustancial de deuda ofrecida por el FMI, el Banco Mundial y el Club de París dentro del marco de la Iniciativa para los Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés) y de la Iniciativa Multilateral de Quita de la Deuda (MDRI, por sus siglas en inglés).

---

<sup>3</sup> Veá [www.clubdeparis.org/sections/composition/principes/comparabilite-traitement](http://www.clubdeparis.org/sections/composition/principes/comparabilite-traitement).

De hecho, muchos acreedores privados cuyas acreencias fueron repudiadas o reestructuradas durante estas iniciativas han demandado con éxito (o amenazado con demandar) por el repago total.<sup>4</sup> De acuerdo con el Club de París, estos litigios tienen “consecuencias negativas importantes para los países deudores involucrados” y “el hecho de que los acreedores comerciales no se comprometieran a participar de la iniciativa HIPC también podría poner en riesgo el otorgamiento de la quita de deuda en el marco de las iniciativas HIPC y MDRI”.<sup>5</sup>

Por otro lado, los acreedores privados se quejan de que los prestamistas oficiales suelen recibir condiciones de reestructuración más favorables. Por ejemplo, la Emerging Markets Traders Association sostuvo que “la inequidad en el tratamiento de las acreencias bilaterales oficiales y privadas permite a los acreedores bilaterales seguir operando en un sistema que, en ocasiones, les ha otorgado condiciones más favorables” (citado en Mandeng, 2004, p. 15). No cabe duda de que el FMI y los Bancos Multilaterales de Desarrollo reciben tratamiento preferencial debido a su “estatus de acreedor preferido”. En general, este estatus se lo considera una compensación por el hecho de que el FMI presta a países riesgosos agobiados por una crisis a tasas de interés bajas con el objetivo de brindar el bien público de la estabilidad financiera en épocas de crisis, cuando nadie más está dispuesto a prestar dinero.

Sin embargo, el estatus de acreedor preferido sigue siendo controvertido. Su situación legal parece ser incierta y es motivo de cuestionamiento (Raffer, 2005). Tal como se indicó anteriormente, darle el estatus preferencial al FMI puede generar que acreedores que creían que eran *senior* (y cuyos contratos de deuda pueden haber incluso estipulado eso) desciendan de posición en la cadena de prioridades y reciban quitas más sustanciales que las que de otro modo hubiesen recibido.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> A fines de 2007, las acreencias totales de los acreedores litigantes ascendían a US\$ 1.500 millones, de los cuales US\$ 1.200 millones ya habían recibido un fallo favorable de los tribunales (vea [www.clubdeparis.org/sections/themes-strategiques/2009-8217-action-du-club/8217-action-du-club/switchLanguage/en](http://www.clubdeparis.org/sections/themes-strategiques/2009-8217-action-du-club/8217-action-du-club/switchLanguage/en)).

<sup>5</sup> Vea [www.clubdeparis.org/sections/themes-strategiques/2009-8217-action-du-club/8217-action-du-club/switchLanguage/en](http://www.clubdeparis.org/sections/themes-strategiques/2009-8217-action-du-club/8217-action-du-club/switchLanguage/en).

<sup>6</sup> En la medida en que esto ha sido reconocido desde hace largo tiempo como parte del régimen internacional, no existe un cambio real en los derechos de propiedad. Por otro lado, un viraje en los regímenes, por ejemplo de un esquema de rescate (*bailout*) a un esquema de *bail-in*, puede considerarse un cambio en los derechos de propiedad. Incluso si dejamos de lado los problemas de distribución entre los acreedores, el valor continuo del estatus de acreedor preferencial ha sido cuestionado, dado que la decisión del FMI de modificar su marco de préstamos de “acceso excepcional” para tratar la crisis griega podría socavar la capacidad del FMI para catalizar los préstamos privados y, de ese modo, resolver a tiempo las crisis de deuda (Schadler, 2014).

En ocasiones, los acreedores públicos y privados reciben un tratamiento diferencial durante las reestructuraciones de deuda soberana. Las preguntas clave son: ¿por qué? y ¿cuál es el efecto? En algunos casos, el tratamiento diferencial puede justificarse si contribuye a la recuperación económica del deudor o a la estabilidad financiera global en términos más amplios. En otros, el tratamiento diferencial complica el proceso de negociación entre los acreedores y genera resultados ineficientes e injustos.

## **VI. Acreedores explícitos versus acreedores implícitos**

Incluso en las reestructuraciones de deuda privada, la lista de acreedores de una empresa en quiebra incluye no solo a sus acreedores formales (los titulares de sus bonos de largo y de corto plazo y los bancos que prestaron dinero) sino también a sus trabajadores actuales, a los que se les adeudan los salarios, y a los trabajadores pasados, si la empresa les hubiera prometido una jubilación. Las leyes de quiebras nacionales reconocen a estos acreedores y, en muchos casos, hasta les otorgan prioridad.

En el caso de las reestructuraciones de deuda soberana, puede haber una lista mucho más larga de acreedores “implícitos” que incluiría, por ejemplo, a quienes realizaron aportes al sistema de seguridad social a la espera de beneficios jubilatorios. Esto nos lleva a una pregunta fundamental: ¿a quién se considera acreedor? La práctica estándar sugiere que los países soberanos tienen tres grandes tipos de acreedores: comerciales, bilaterales oficiales y multilaterales oficiales. Pero los países soberanos son un tipo muy especial de deudor y debemos pensar en profundidad quién los financia. Los deudores soberanos son gobiernos y, como tales, tienen obligaciones no solo con sus acreedores explícitos (bonistas y prestamistas oficiales extranjeros) sino también con sus acreedores implícitos (en términos amplios, jubilados y contribuyentes). El contrato social es, en todo sentido, tan importante como los contratos formales con los acreedores.

Los jubilados y los contribuyentes son acreedores del gobierno cuyos derechos se ven, por lo general, afectados por las condiciones de una reestructuración de deuda soberana; sin embargo, no participan de la mesa de negociación y, por lo tanto, no tienen voz respecto de esos términos.

¿Qué representación debería darse a estos acreedores en las negociaciones de deuda? ¿Cuál es la mejor manera de darles esa representación? Del mismo modo que existen diferentes grupos de acreedores explícitos, también hay distintos grupos de jubilados —como son los grupos de diferentes edades— cuyos intereses muchas veces están en conflicto. Crear un sistema de representación justa dentro y entre los grupos de jubilados debería ser, entonces, la piedra angular de cualquier esquema que los incluya en las negociaciones de deuda.<sup>7</sup>

Si se reconociera de manera explícita a estos acreedores implícitos y se los tratara como acreedores plenos, ¿cómo cambiaría esto las negociaciones de reestructuración de deuda?

Por un lado, tornaría más representativa la base de acreedores del país soberano y, de ese modo, el sistema sería más justo y más equitativo. Además, inclinaría la balanza relativa de los acreedores a favor de quienes tienen una participación genuina en la recuperación completa y rápida del estado soberano.

En general, incluir a estos acreedores implícitos podría terminar siendo provechoso porque brindaría algún tipo de contrapeso frente a los acreedores que no necesariamente tienen un fuerte interés en el bienestar del deudor, tal como ocurre con quienes tienen grandes posiciones en SCDS.

## **VII. Cláusulas de acción colectiva (CAC)**

Hasta ahora hemos señalado varios problemas entre los acreedores que surgen de las renegociaciones de la deuda. Pero es importante señalar otro: dado que los bonos soberanos suelen reestructurarse sobre una base de serie por serie, solo una parte de los acreedores de un país soberano participa de un proceso de reestructuración dado. Esto implica un potencial grado de desigualdad entre los distintos bonistas. Un ejemplo especialmente representativo de esta situación ha quedado expuesto en el caso de la reestructuración de la Argentina (si bien hubo otros problemas similares en otros casos aunque fueron más leves): la posibilidad de que los *holdouts* y los fondos buitres intenten obtener mejores condiciones que los demás bajo la amenaza de bloquear la reestructuración.

---

<sup>7</sup> Debe señalarse, además, que es sencillo convertir a los acreedores implícitos en acreedores explícitos. Hasta ahora, ha habido poco incentivo para hacerlo (y algunas desventajas en llevarlo a cabo); sin embargo, las reglas de agregación pueden alentar a los países a hacerlo.

Los fallos recientes de los tribunales de los Estados Unidos y los cambios en otras disposiciones (la eliminación de la doctrina Champerty y el alcance de la inmunidad soberana) han incrementado las dificultades de las reestructuraciones de deuda soberana, tal como lo ha hecho también la mayor diversidad de acreedores durante los últimos 30 años.

En un determinado momento, algunos expertos y hacedores de política tuvieron la esperanza de que las cláusulas de acción colectiva (CAC) resolverían estos problemas pero, hace más de una década, esta visión fue seriamente cuestionada (por ejemplo, en la Iniciativa para la Conferencia de Diálogo de Políticas sobre Reestructuración de Deuda de la Universidad de Columbia, en mayo de 2002). Las preocupaciones de estos críticos terminaron confirmándose.

Por ejemplo, si las CAC se aplicaran a cada emisión de bonos por separado, es relativamente sencillo para los *holdouts* especializados comprar una “posición de bloqueo” dentro de una sola serie de bonos y, de este modo, frustrar lo que de otra manera sería un acuerdo de reestructuración ampliamente aceptado.

En parte como respuesta a errores anteriores, la Asociación Internacional de Mercado de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés), el FMI y algunos deudores soberanos están promoviendo una nueva versión de las CAC con un componente de “agrupamiento” (o agregación) más fuerte. Como afirma un informe reciente del *staff* del FMI (2014a, p. 1): “Ha surgido un fuerte apoyo para que las CACs incluyan un procedimiento de votación ‘unificada’ que permita que los bonos se reestructuren sobre la base de una única votación para todos los instrumentos afectados, sujeto a salvaguardas destinadas a garantizar la equidad entre los acreedores y a minimizar el riesgo de manipulación soberana”.

Estas cláusulas renovadas, que fueron adoptadas por Kazajstán y México, tienen por objeto ocuparse de este tema agrupando y obligando a todos los bonistas a un proceso de reestructuración único.

Sin embargo, tal como señala la discusión de política que se encuentra debajo, hay muchas preguntas respecto de cómo avanzar con el agrupamiento, preguntas que fueron planteadas por primera vez hace más de una década. ¿Cómo hacemos para valorar bonos emitidos en diferentes denominaciones o con diferentes vencimientos o con distintos *seniorities*? ¿Qué tan grande es la lista de acreedores? Todavía no se han abordado algunos problemas clave entre los

acreedores como, por ejemplo, los derechos de votación entre diferentes clases de acreedores o la posibilidad de que una mayoría de acreedores prive a una minoría de sus derechos (para una discusión exhaustiva de estos problemas, véase Guzman y Stiglitz, 2015).

Tampoco contemplan cuestiones *ex ante* o el problema de “demasiado poco, demasiado tarde”. En muchos círculos, existe la duda de que estos problemas puedan resolverse de una manera justa y equitativa que derive en una reestructuración eficiente y que sea realizada de una forma que pueda incorporarse de manera sencilla y adecuada al contrato de deuda en sí.

Aun cuando estas nuevas CAC sean ampliamente adoptadas, e incluso si brindan una resolución adecuada a los problemas que han sido identificados *para el futuro*, les llevará como mínimo una década abrirse paso dentro del *stock* de deuda existente.

## **VIII. Consideraciones de política**

Todos los países avanzados tienen leyes de quiebras. Preservar la equidad entre los acreedores en el proceso de reestructuración o liquidación de una compañía es uno de los objetivos principales de estas leyes. Sin embargo, en el derecho internacional, la falta de un modelo de quiebra soberana “complica un proceso ordenado de reestructuración de deuda entre grupos de acreedores diferentes y contractualmente no relacionados” (Mandeng, 2004, p. 10; vea también Stiglitz, 2002; Stiglitz *et al.*, 2009). La ausencia de un modelo sólido de quiebra soberana también produce costosas demoras en la reestructuración de deuda soberana.

En 2001, la entonces Directora General Adjunta del FMI Anne Krueger propuso la creación de un “mecanismo de reestructuración de deuda soberana” (SDRM, por sus siglas en inglés), que funcionaría como procedimiento de quiebra para los países soberanos. Después de dos años de intenso debate y discusión, se abandonó el SDRM, en parte debido a la oposición de Estados Unidos, que sostenía que las CAC eran una alternativa eficiente y suficiente, aunque representaban una opción que ningún país avanzado había elegido para resolver las reestructuraciones domésticas que son, en general, menos complicadas. Además, se consideró que las cláusulas de acción colectiva eran una alternativa políticamente más viable. Sin embargo, los acontecimientos recientes han de-

mostrado que el enfoque basado en el mercado no llega lo suficientemente lejos y que sigue siendo necesaria y deseable una solución más amplia (Stiglitz *et al.*, 2009; Guzman y Stiglitz, 2015). Como ejemplo del apoyo continuo y generalizado a un arreglo similar a un SDRM, la Asamblea General de Naciones Unidas aprobó en septiembre de 2014 una resolución que requiere la creación de un marco legal multilateral para las reestructuraciones de deuda soberana, y posteriormente en septiembre de 2015 un conjunto de principios que deberían guiar la creación de ese marco. Sin embargo, a pesar de estos avances positivos, muchos de los países más poderosos del mundo —en especial los que tienen mercados financieros avanzados— siguen sosteniendo que modificar el enfoque basado en el mercado, por ejemplo mediante una mejora de las CAC y mediante la introducción de un lenguaje más explícito respecto de la cláusula *pari passu*, permitirá resolver el problema. Estos países continúan oponiéndose a reformas más amplias, lo que significa que la lucha en pos de un marco más robusto para la reestructuración de deuda soberana será difícil y prolongada. Mientras tanto, hay una serie de medidas de política sensatas que podrían empezar a abordar algunos de los problemas clave descritos en este informe. Se incluyen a continuación cuatro consideraciones de política:

- **Regulación más estricta de los contratos de SCDS:**

Deberían considerarse reglas que prohíban el uso especulativo de los contratos SCDS más allá de lo hecho por la Unión Europea. Algunos expertos plantean preocupaciones legítimas respecto de que una prohibición al estilo de la UE podría provocar inestabilidad si afecta la liquidez del mercado. A pesar de ello, las preocupaciones planteadas en este trabajo sugieren que los hacedores de política no deberían ignorar la posibilidad de que los SCDS provoquen una disrupción en los mercados de deuda soberana y compliquen las reestructuraciones de estas deudas. Debería monitorearse y evaluarse de cerca el uso especulativo de estos instrumentos.

Como mínimo, debería exigirse a los bonistas que divulguen sus posiciones en SCDS. Esto reduciría las asimetrías en la información y ayudaría a crear un entorno más transparente para la negociación entre acreedores y entre deudores y acreedores. Al revelar cualquier conflicto de intereses, las políticas de divulgación podrían contribuir a estrategias de negociación más efectivas entre aquellos que tienen objetivos comunes y allanar el camino hacia reglas más sólidas para neutralizar a los “potenciales bloqueadores”.

Los proveedores de seguros contra el *default* soberano también podrían tener un lugar en la mesa de negociación para contrarrestar el peso de los tenedores de SCDS y ayudar a facilitar una resolución positiva. Aunque quizá resulte difícil de llevar a la práctica, podrían diseñarse contratos de SCDS que contemplen disposiciones que excluyan la cobertura de un bonista cuyas acciones tuvieran un “papel trascendental” a la hora de desencadenar el *default*. De este modo, podrían introducirse regulaciones de los SCDS a través de la innovación contractual o en la legislación.<sup>8</sup>

- **Un mayor papel para la reestructuración del perfil de la deuda y el agrupamiento de bonistas:**

Un informe reciente del *staff* del FMI (FMI, 2014b) analiza los beneficios de utilizar la reestructuración del perfil de la deuda —y no los rescates o las reducciones directas de deuda— en los casos en que exista una incertidumbre genuina respecto de la sostenibilidad de la deuda pública de un país a mediano plazo. La reestructuración del perfil tiene varios méritos, uno de los cuales es un tratamiento más equitativo de los acreedores de corto y largo plazo. Bajo esta reestructuración del perfil, las acreencias a corto plazo enfrentarán una mayor disrupción que las de largo plazo, pero las implicancias distributivas serán menos exigentes que en los casos de rescates directos o reestructuraciones profundas de la deuda. Además, las cláusulas de agrupamiento estipuladas en el nuevo modelo de CAC podrían significar un fuerte mecanismo para promover la equidad dentro de una clase de acreedores en las futuras reestructuraciones de deuda, aunque debería reconocerse que estas cláusulas también podrían crear nuevos problemas entre acreedores si fueran utilizadas por la mayoría para privar a los acreedores de sus derechos. Aun así, este es quizá un mal menor al del escenario opuesto, en el cual una minoría bloquea y descarrila las negociaciones de buena fe en detrimento de la mayoría de los acreedores, el deudor y la estabilidad financiera global.<sup>9</sup>

- **El desarrollo de reglas y normas comunes para valorar las concesiones públicas y privadas en las reestructuraciones de deuda soberana:**

---

<sup>8</sup> Las disposiciones de este párrafo deben aplicarse de manera amplia, por ejemplo, a las afiliadas de quienes tienen un lugar en la mesa de negociación.

<sup>9</sup> Sin embargo, recordamos los problemas señalados antes respecto de la formulación de una cláusula de agrupamiento equitativa.

Desarrollar un conjunto de reglas y normas para evaluar la equidad entre los acreedores públicos y privados podría contribuir a estrategias de gestión de la deuda *ex ante* y *ex post* más cooperativas entre los acreedores comerciales y oficiales. Estas reglas deberían focalizarse en el problema clave de la tasa de interés a utilizar cuando se valúan las diferentes concesiones.<sup>10</sup> A su vez, se podrían establecer reglas acordadas como una ley blanda dentro de una organización internacional o como un conjunto de principios dentro de un código de conducta ampliamente aceptado. Como parte de estas nuevas ideas, debería reconsiderarse una vez más la deseabilidad de los rescates y el estatus de acreedor preferencial *de facto* del FMI.

- **El otorgamiento de mayores derechos a los acreedores implícitos:**

Los deudores soberanos podrían considerar la idea de estipular roles y derechos especiales para sus acreedores implícitos de una manera que les permita representar de forma directa sus intereses en las negociaciones de reestructuración de deuda. Esto fortalecería la equidad entre los acreedores y daría más voz a los acreedores que tienen un fuerte interés en el bienestar económico del deudor.

---

<sup>10</sup> La elección de la tasa de interés afecta no solo a la equidad entre los acreedores sino también a la equidad entre prestatarios y acreedores. Quienes les prestan a estados soberanos riesgosos reciben tasas de interés más altas para compensarles el riesgo de un *default*. Los nuevos bonos emitidos en una buena reestructuración, que reduzcan de manera sustancial la tasa de *default*, deberían llevar una tasa de interés mucho más baja.

## Referencias

**Allen & Overy (2011).** “Sovereign State Restructurings and Credit Default Swaps”, Global Law Intelligence Unit, Octubre.

**Bolton, P. (2003).** “Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World”, Documentos del Staff del FMI N° 50.

**Buchheit, L. C., M. Gulati e I. Tirado (2013).** “The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructuring”, Documento de trabajo de Duke Law.

**Burn, L. (2014).** “Pari Passu Clauses: English Law after NML v Argentina”, *Capital Markets Law Journal*, 9 (1): 2-9.

**Erce, A. (2013).** “Sovereign Debt Restructuring and the IMF: Implications for Future Official Interventions”, Banco de la Reserva Federal de Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Documento de Trabajo N° 143.

**FMI (2013a).** “A New Look at the Role of Sovereign Credit Default Swaps”, *Global Financial Stability Report*, Abril, Washington, DC: FMI.

**FMI (2013b).** “Sovereign Debt Restructuring — Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework”, 26 de abril, [www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf).

**FMI (2014a).** “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring”, Informe del Staff, 2 de septiembre.

**FMI (2014b).** “The Fund’s Lending Framework and Sovereign Debt — Preliminary considerations”, Informe del Staff, Junio.

**Gilsinan, K. (2014).** “65 Words Just Caused Argentina’s 29-Billion Default”. The Atlantic, 31 de julio, [www.theatlantic.com/international/archive/2014/07/65-words-just-causedargentinas-29-billion-default/375368/](http://www.theatlantic.com/international/archive/2014/07/65-words-just-causedargentinas-29-billion-default/375368/).

**Gitlin, R. y B. House (2014).** “A Blueprint for a Sovereign Debt Forum”, Documentos CIGI N° 27, Marzo, Waterloo: CIGI. [www.cigionline.org/publications/blueprint-sovereign-debt-forum](http://www.cigionline.org/publications/blueprint-sovereign-debt-forum).

**Guzman, M. y J. Stiglitz (2014).** “Argentina’s Griesafault”, Project Syndicate, 7 de agosto, [www.project-syndicate.org/commentary/josephe--stiglitz-and-martin-guzman-argue-that-the-country-s-default-will-ultimately-harm-america](http://www.project-syndicate.org/commentary/josephe--stiglitz-and-martin-guzman-argue-that-the-country-s-default-will-ultimately-harm-america).

**Guzman, M. y J. Stiglitz (2015).** “Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works”, próximamente en Guzman M., J. A. Ocampo, y J. E. Stiglitz (eds.), *Too Little, Too Late: The Quest of Resolving Sovereign Debt Crises*, Capítulo 1, Columbia University Press, New York.

**Guzman, M., J. A. Ocampo y J. E. Stiglitz (2016).** *Too Little, Too Late: The Quest of Resolving Sovereign Debt Crises*, Columbia University Press, New York (próximamente).

**Krueger, A. O. (2012).** *Struggling With Success: Challenges Facing the International Economy*, Singapur: World Scientific Publishing Press.

**Mandeng, O. (2004).** “Intercreditor Distribution in Sovereign Debt Restructuring”. Documento de Trabajo del FMI N° 04/183.

**Pitchford, R. y M. L. J. Wright (2010).** “Holdouts in Sovereign Debt Restructuring: A Theory of Negotiation in a Weak Contractual Environment”, Documento de Trabajo NBER N° 16632, Diciembre.

**Raffer, K. (2005).** “Internationalizing US Municipal Insolvency: A Fair, Equitable, and Efficient Way to Overcome a Debt Overhang”, *Chicago Journal of International Law*, 6 (1): 361.

**Rogoff, K. y J. Zettelmeyer (2002).** “Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976–2001”, Documentos del Staff del FMI N° 49 (3): 470–507.

**Ruffoni, S. (2014).** “Wherever Did Europe’s Sovereign CDS Trading Go?” Money Beat (blog), 31 de enero. <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/01/31/wherever-did-europessovereign-cds-trading-go/>.

**Schadler, S. (2014).** “The IMF’s Preferred Creditor Status: Does It Still Make Sense After the Euro Crisis?” CIGI Policy Brief N° 37, Waterloo: CIGI. [www.cigionline.org/publications/imfs-preferred-creditor-statusdoes-it-still-make-sense-after-euro-crisis](http://www.cigionline.org/publications/imfs-preferred-creditor-statusdoes-it-still-make-sense-after-euro-crisis).

**Stiglitz, J. E. (2002).** “Sovereign Debt: Notes on Theoretical Frameworks and Policy Analyses”, Documento de Trabajo de Columbia University Initiative for Policy Dialogue.

**Stiglitz, J., A. Bougrov, Y. Boutros-Ghali, J. Fitoussi, C. A. Goodhart y R. Johnson (2009).** “Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System”, 21 de septiembre, Naciones Unidas.