

Default y Reestructuración de la Deuda Externa

Director
Douglas R. Elespe

NOVIEMBRE DE

2003

LA LEY



REESTRUCTURACION DE DEUDA PUBLICA: DIFERENTES MECANISMOS (*)

POR RODRIGO OLIVARES CAMINAL (**)

SUMARIO: I. Introducción. — II. Mecanismo de Reestructuración de Deuda Pública (SDRM). — III. Algunos Casos de Reestructuración de Deuda Pública. — IV. A modo de conclusión: el caso argentino.

I. Introducción

Los recientes sucesos ocurridos en Turquía y en nuestro país demuestran que las crisis financieras con potenciales consecuencias en la estabilidad política y económica no son cosa del pasado (1). Los montos de deuda y su progresivo aumento han llevado a problemas de pago y en algunos casos al *default* (cesación de pagos). Consecuentemente, considerando que algunos países tienen deudas insostenibles, la necesidad de reestructurar su deuda pública se ha incrementado (2).

Desde 1980, la emisión de bonos por parte de los mercados emergentes se ha incrementado cuatro veces más que los préstamos sindicados (3). Este cambio en el modo de obtención de crédito de los mercados financieros nos ha conducido a la realidad de que con la emisión de bonos se ha incrementado la base de acreedores tornándolos numerosos, anónimos y difíciles de coordinar. Asimismo, como resultado del rápido incremento en la emisión de bonos y la mayor frecuencia de las crisis financieras, la reestructuración de deuda representada en bonos ha ganado preponderancia, especialmente con relación a la deuda pública (4).

(*) Este trabajo está basado en un artículo realizado por el mismo autor y Alinna Arora que va a ser publicado por SMU Dedman School of Law en la revista "Law & Business Review of the Americas", vol. Fall 2003, bajo el título "Rethinking the Sovereign Debt Restructuring Approach".

(**) El autor es abogado y ha terminado de cursar una Maestría en Derecho Internacional Económico en la Universidad de Warwick (Inglaterra). Su e-mail personal es olivares-caminal@1stcounsel.com.

(1) FRAGA, A. y GLEIZER, D. "Constrain discretion and Collective Action Problems: Reflections on the resolution of the International Financial Crises", Noviembre 2001, Banco Central de Brasil, Working Pa-

per Series No. 34 disponible en <http://www.bcb.gov.br/ingles/public/wps/wps/34.pdf>

(2) Fondo Monetario Internacional, "Proposal for a Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM): A Fact sheet", enero 2003.

(3) Krueger, A., "International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", discurso dado en la cena annual de Club Nacional de Economistas del American Enterprise Institute, Washington DC, 26 de noviembre del 2001, disponible en <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>,

(4) Reporte de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, 2001, disponible en http://www.uncad.org/en/docs/tdr2001_en.pdf, página 143.

En términos generales, la reestructuración de deuda pública, puede entenderse como la técnica utilizada por el gobierno de un Estado soberano para prevenir o resolver una crisis económica o financiera y lograr un nivel de deuda sostenible. Básicamente, la reestructuración de deuda tiene dos aspectos, uno procedimental y otro substancial. Mientras el aspecto procedimental se focaliza en la forma o mecanismo a través del cual se debe llevar a cabo la reestructuración, su arquitectura, el aspecto substancial es la reestructuración en sí misma. El aspecto substancial normalmente se caracteriza por una reprogramación de las cuotas de amortización del capital así como una quita de éste.

Si bien existe un consenso generalizado sobre la necesidad de un proceso de reestructuración de deuda pública, también hay un desacuerdo sobre cual debe ser el mecanismo a ser implementado (5).

Actualmente hay una gran cuota de incertidumbre en torno al proceso de reestructuración en sí mismo (6). Como Lee Buchheit y G. Mitu Gulati han observado, *“el emisor de un bono soberano de principios del siglo XXI se encuentra en una situación muy similar al de una sociedad con dificultades financieras o un empresa de ferrocarriles emisora de bonos de principios de siglo XX”*. La comunidad financiera se enfrenta nuevamente con la misma situación: un proceso supervisado por un juzgado en virtud de un proceso falencial o un proceso voluntario (7).

Marcus Miller (8) comparte la opinión de los autores anteriormente citados, tomando la experiencia histórica de la deuda societaria tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido, sugiriendo dos opciones: el mecanismo supervisado por un juzgado, conocido como el *“New York Approach”*, por un lado; y, por el otro, la solución de los acreedores auto-organizados, conocida como la solución *London-style*.

(5) Dodd, R. “Sovereign Debt Restructuring”, *The Financier*, Vol. 9, Nos. 1-4, 2002.

(6) Discurso de J. B. Taylor, titulado “Sovereign Debt Restructuring A U.S. Perspective” en la conferencia sobre “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards?” organizada por el Instituto de Economía Internacional.

(7) BUCHHEIT L. C. y MITU GULATI, G. “Sovereign Bonds and the Collective Will”, Working Paper No. 34, marzo 2002, Centro de Derecho de la Universidad de Georgetown, Washington D.C. 2001.

En este sentido cabe destacar que esta clasificación surge debido a que la emisión de bonos habitualmente se encuentra sujeta a la ley del Estado de Nueva York o a la ley inglesa, siendo común en las emisiones bajo ley inglesa la inclusión de cláusulas de acción colectiva (*“collective action clauses”* o *“CACs”*) por medio de las que se pueden modificar todos los términos a través del voto favorable del 662/3% de los tenedores de bonos. Al contrario de los bonos soberanos emitidos bajo la ley inglesa, los bonos emitidos bajo la ley del Estado de Nueva York no pueden ser reestructurados ante una situación de *default* por medio de una modificación a las condiciones de pago ya que para ello se requiere el consentimiento unánime de todos los tenedores de bonos. Ello así, la reestructuración de deuda debe ser realizada a través de una propuesta de canje (9).

En otras palabras, el debate actual se encuentra centrado entre el establecimiento de un régimen internacional basado en el concurso preventivo y el uso de acuerdos voluntarios o contractuales como los canjes de deuda o *“exchange offers”*, CACs, etc.

Ello así, la pregunta que corresponde plantearse es: ¿cuándo la reestructuración de deuda pública es inevitable, cual es el régimen apropiado para garantizar un proceso de reestructuración ordenado que salvaguarde los intereses de ambas partes, los acreedores y el deudor? (10).

El debate se centra en: (i) el establecimiento de un régimen internacional similar al concurso preventivo denominado *“Sovereign Debt Restructuring Mechanism”* (“SDRM”) o “Mecanismo de Reestructuración de Deuda Pública”, que está inspirado por analogía en el capítulo 11 (concurso preventivo) del Código de los Estados Unidos (U.S.C.) y ha sido propuesto por el Fondo Mone-

(8) MILLER, M., “Sovereign Debt Restructuring: New Articles, New Contracts - or No Change?”, abril 2002, *International Economics Policy Briefs*.

(9) Ver BUCHHEIT, L. C. “Sovereign Debtors and Their Bondholders”, UNITAR Training Programs on Foreign Economic Relations.

(10) ROUBINI, N. “Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Mechanisms for dealing with Sovereign Debt Problems” artículo preparado para la conferencia organizada por el Banco de Inglaterra sobre el Rol de los Sectores Oficiales y Privados en la Resolución de las Crisis Financieras Internacionales, julio 23 y 24 del 2002, Londres.

tario Internacional; y, (ii) el uso de acuerdos contractuales voluntarios como lo son las propuestas de canje, las CACs, o el consentimiento de salida (“*exit consent*”) etc., todos estos mecanismos conforman un enfoque voluntario y originados por el propio mercado.

Los proponentes de esta última alternativa, el enfoque voluntario del propio mercado, a su vez pueden ser divididos en tres grupos de acuerdo a los medios o mecanismos sugeridos para llevar a cabo la reestructuración de la deuda:

(i) “*Status Quo Approach*”: los proponentes más representativos son Lee Buchheit y G. Mitu Gulati (11); Nouriel Roubini (12); y, E. Bartholomew, E. Stern y A. Liuzzi (13). Ellos básicamente argumentan que las recientes reestructuraciones llevadas a cabo por Ecuador y Ucrania claramente demuestran que es posible llevar a cabo una reestructuración dentro de ciertos parámetros utilizando las CACs y las propuestas de canje.

(ii) “*CACs Approach*”: entre sus seguidores se encuentran los miembros del G-10 (14); y más recientemente John B. Taylor, Sub-Secretario del Tesoro de los Estados Unidos (15), quienes son de la idea de que el uso obligatorio de las CACs en la emisión de bonos soberanos van a facilitar las reestructuraciones de deuda y en cierto modo pueden replicar el mecanismo de SDRM propuesto por el FMI.

(iii) “*The Code Approach*”: este enfoque es propuesto por INSOL Internacional (16); la Asociación de Acreedores de Mercados Emergentes, la Asociación de Comercio con Mercados Emergentes (EMTA), el Instituto de Finanzas Internacionales, la Asociación del Mercado Primario Internacional, el Mercado de Títulos Internacional, la Asociación de al Industria de Títulos y la Asociación de Mercados de Bonos. Esta propuesta puede ser sucintamente descrita como una compilación de principios no obligatorios aplicables en la reestructuración de deuda pública (junto con la utilización de las CACs) que funcionaría como

un código de conducta entre caballeros, en donde ante un incumplimiento, sería el mercado quién aplicaría una sanción moral.

El asunto a ser dirimido es si es conveniente seguir con el régimen del *status quo* en que nos encontramos actualmente y que ha sido utilizado para realizar reestructuraciones como las de Ecuador, Ucrania o más recientemente Uruguay; o, debemos movernos hacia: (i) el uso de CACs en todas las emisiones futuras de bonos; (ii) la implementación de un código de principios para ser utilizado en forma conjunta con las CACs (Code Approach); o, (iii) debemos considerar la creación de un mecanismo de concurso internacional, tal como propone el FMI.

Sin perjuicio de cual sea el mecanismo que finalmente sea más apropiado o se decida implementar para llevar a cabo una reestructuración de deuda pública, actualmente bajo el régimen reinante —*status quo*—, la comunidad internacional debe realizar un desembolso para solventar a los acreedores privados (17). Este remedio convencional de pagar la deuda mediante una combinación de reprogramación del capital y una inyección obligatoria de nuevos fondos ha sido virtualmente agotada para muchos países deudores (18) como es el caso de la Argentina.

Actualmente, existe un consenso generalizado de que los desembolsos realizados por los organismos multilaterales generan un problema moral (“*moral hazard*”) atento a que con el dinero proveniente de impuestos se financian a estos organismos que luego realizan desembolsos para países que no pueden manejar su propia deuda y esos desembolsos terminan siendo destinados a pagarle a los acreedores.

II. Mecanismo de Reestructuración de Deuda Pública (SDRM)

Recientemente, el debate sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional se ha cen-

(11) BUCHHEIT L. C. and MITU GULATI G., op. cit supra 9.

(12) ROUBINI, N., op. cit supra 12.

(13) BARTHOLOMEW, E., STERN E. and LIUZZI, A. “Two Step Sovereign Debt Restructuring Approach”, disponible en <http://www.emta.org/keyper/barthol.pdf>

(14) Reporte Rey, 1996.

(15) Taylor J. B., op. cit., supra 8.

(16) INSOL International, “Statement of Principles for a Global Approach to a Multi-Creditor Workouts”, disponible en <http://www.insol.org/statement.html>.

(17) Krueger, A., op. cit., supra 5.

(18) BUCHHEIT, L. “Alternative Techniques in Sovereign Debt Restructuring”, 1988, U. Ill. L. Rev.

trado en el desarrollo u obtención de un mecanismo o régimen que asegure una reestructuración de deuda pública ordenada (19). El FMI considera que hay una falta de iniciativas para ayudar a los países con niveles de deuda insostenibles y propone consecuentemente un enfoque doble y complementario para crear un proceso ordenado y previsible de reestructuración de deuda pública. El FMI propone: (i) un mecanismo contractual, en donde la reestructuración de deuda se vea facilitada y favorecida por el uso de ciertas cláusulas contractuales (CACs); y, (ii) el establecimiento de un régimen legal mundial que brinde el marco para la adopción de medidas por parte del deudor en forma conjunta con una súper-mayo-

ría de los acreedores (20). El objetivo del SDRM es ayudar a los Estados cuyos niveles de deuda sean insostenibles, para reorganizar su sistema financiero y actividades, para restablecer los pagos y permitirle a los acreedores decidir colectivamente sobre la reestructuración (el deudor no puede utilizar el SDRM sin el consentimiento de la súper-mayoría de los acreedores) (21).

Considerando que el SDRM ha ido evolucionando desde que fue propuesto por primera vez, *honoris brevis*, nos remitimos al siguiente cuadro (22) que resume las diferentes características de la propuesta del FMI durante los años 2001 y 2002.

| <i>Principales características del SDRM</i> | | | | |
|---|--|---|---|--|
| <i>Mecanismo</i> | <i>Suspensión de acciones legales contra el deudor</i> | <i>Financiación durante el periodo de reorganización</i> | <i>Reestructuración de deuda</i> | <i>Cómo evitar el problema de los acreedores que no aceptan el canje de deuda (hold-out creditors)</i> |
| SDRM 2001 | Automática | Préstamo limitado del FMI + carácter de acreedor privilegiado para los nuevos préstamos | Negociaciones supervisadas por el FMI + Programa del FMI | Voto afirmativo de la súper-mayoría |
| SDRM 2002 | Breve, aunque puede ser renovada por la resolución afirmativa de la súper-mayoría de los votos de los acreedores | Préstamo muy limitado del FMI + carácter de acreedor privilegiado para los nuevos préstamos | Negociaciones supervisadas por una agencia neutral + Programa del FMI | Voto afirmativo de la súper-mayoría |

Con la finalidad de obtener una suspensión obligatoria de las acciones legales contra el deudor, el mecanismo tiene que tener fuerza de ley para todas las partes (23). Si este no fuera el caso, los acreedores se encontrarían facultados para demandar al deudor soberano en la jurisdicción

de su domicilio, en la jurisdicción aplicable de acuerdo a lo indicado en el prospecto o en la jurisdicción del deudor soberano.

Obtener una convención o un tratado cuya aplicación sea obligatoria a todas las partes puede

(19) ROUBINI, N., op. cit supra 12, page 20.

(20) Fondo Monetario Internacional, Public Information Notice (PIN) No. 03/06, enero 7, 2003, disponible en <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2003/pn0306.htm>, p. 1.

(21) Fondo Monetario Internacional, "Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) Questions

and Answers", disponible en <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdrm.htm>, page 13.

(22) Basado en un trabajo de Marcus Miller titulado "Sovereign Debt Restructuring: New Articles, New Contracts-or No Change?", abril 2002, en "International Economics Policy Briefs".

(23) KRUEGER, A., op. cit supra 5, p. 7.

llevar un tiempo muy largo, mas de lo que el FMI supone (“... en el supuesto caso que se tuviera el apoyo político a esta iniciativa, la misma no podría ser implementada en no menos de dos o tres años...” (24). Algunos autores piensan que el proceso habitualmente lleva décadas y puede terminar siendo inefectivo si muchos países se resisten a suscribir el tratado (25).

Concretamente, la imposición de la suspensión de las acciones legales contra el deudor y la utilización del voto de la mayoría de los acreedores para reestructurar la deuda pública, para que esta decisión sea aplicable a la minoría disidente, requiere la reforma del Estatuto del FMI. Para reformar el Estatuto del FMI se requiere el voto afirmativo del 85% de los países miembros. Considerando que Estados Unidos, quién tiene más del 15% de los votos, necesita que el Congreso apruebe el cambio, es prácticamente imposible pensar que ello pueda ocurrir ya que no existe apoyo político suficiente como para aprobar la implementación del SDRM (26).

Al margen de esta dificultad de implementación y asumiendo la situación hipotética de que sea implementado, nos preguntamos como pretende el FMI hacer para que el tratado sea aplicable a los bonos ya emitidos. ¿Estará entre sus pretensiones otorgarle efectos retroactivos al tratado?

Si bien por un lado el SDRM haría el proceso de reestructuración más fácil y rápido, el precio de ello puede resultar siendo un desincentivo para los gobiernos para que reduzcan sus esfuerzos para evitar el *default* (27). Considerando que la deuda pública siempre puede llevar a un “default oportunístico” (falta de voluntad de pagar en contra posición con la inhabilidad de pagar), una reestructuración muy “fácil” u “ordenada” (i.e. con escaso o poco esfuerzo y/o costo del deudor) puede ser no eficiente (28).

(24) Krueger, A., op. cit supra 5, p. 2.

(25) Pell, O., “Nations need bankruptcy process”, febrero 8, 2002, disponible en http://www.whitecase.com/article_nations_need_bankruptcy_process_pell.pdf

(26) P Bolton, Working paper del FMI, “Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice around the World”, disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0313.pdf>, ps. 27-28.

(27) Heise, M., “An Improved International Finance Architecture Contributions from the Official and

El SDRM es bastante innovativo por el hecho de juntar a los tenedores de bonos y al deudor, tengan o no los bonos cláusulas de acción colectiva, asegurando mayor transparencia y proveyendo un mecanismo para la resolución de disputas (29). Este mecanismo va mas allá del proceso de reestructuración de los bonos con CACs ya que no requiere la decisión separada de los tenedores de cada una de las series de bonos ya que para llevar a cabo la reestructuración, solo se necesitaría el voto mayoritario (de acuerdo a la mayoría que se establezca) de los acreedores que se encuentren alcanzados por este mecanismo. Ello así, permitiría al deudor y a sus acreedores actuar como si la deuda se encontrara supeditada a una única cláusula de acción colectiva (30).

Si bien la adopción del SDRM podría ser considerada como un avance en los mecanismos de reestructuración de deuda, entendemos que los mismos objetivos podrían ser obtenidos a través de una mayor utilización de las cláusulas de acción colectiva a través de la propuesta descentralizada del mercado sugerida por John B. Taylor o utilizando las herramientas que actualmente existen. Asimismo, éstas últimas pueden ser utilizadas en una forma más creativa para obtener reestructuraciones más ordenadas tal como proponen Lee Buchheit y G. Mitu Gulati (31). Es importante destacar que este mecanismo de reestructuración de deuda propuesto por el FMI no sería substancialmente diferente al proceso contractual, la única diferencia sería que en lugar de girar en torno a los acreedores, giraría alrededor del FMI (32).

III. Algunos Casos de Reestructuración de Deuda Pública

1. Ucrania y Pakistán

La cuestión que necesita ser determinada a la luz del SDRM, es analizar la efectividad en la rees-

Private Sector”, disponible en <http://www.dse.de/ef/sdrm/heise.htm>.

(28) Roubini N., op. cit supra 12, p. 29.

(29) Yilmaz Akyuz, “Some reflections on SDRM”, disponible en <http://www.dse.de/ef/sdrm/aky%FCz.htm>.

(30) Fondo Monetario Internacional, op. cit supra 23, p. 23.

(31) Buchheit L. C. y G. Mitu Gulati, op. cit supra 9, p. 4

(32) Roubini N, op. cit supra 12, p. 25.

tructuración de deuda pública de las CACs. En otros términos, la pregunta que nos debemos plantear es si estas cláusulas pueden utilizarse para replicar las características del mecanismo similar al concurso preventivo internacional propuesto por el FMI (33).

Las recientes reestructuraciones de deuda pública realizadas por Ucrania y Ecuador establecen claramente que la reestructuración es posible dentro de las limitaciones técnicas y los parámetros establecidos, por el uso complementario de las propuestas de canje y las CACs. Los términos y condiciones de los prospectos de los bonos, en cada uno de estos casos, determinaron la técnica de reestructuración que sería adoptada. Tanto en el caso de Ucrania como en el de Ecuador, se tuvieron que reestructurar bonos soberanos sujetos a la ley inglesa (34) —los que incluyen CACs—, así como bonos sujetos a la ley del Estado de Nueva York (incluso Bonos Brady) —los que no contienen tales cláusulas para las condiciones del pago—.

Cada una de estas reestructuraciones involucró una propuesta de canje por medio de la cual se invitó a los tenedores de bonos a intercambiar sus instrumentos por los nuevos, con vencimientos re-programados. En cada caso, fue posible afianzar la reestructuración sobre la base de proporcionar un alivio financiero a través del flujo de dinero, lo que contribuyó a lograr que los pagos de la deuda fueran viables a mediano plazo. En cada caso, las proporciones de participación fueron altas, y no hubo ningún reclamo judicial (35).

En la reestructuración de los bonos de Ucrania se utilizó un innovativo mecanismo híbrido que combinó una propuesta de canje para todos los instrumentos con el uso de CACs en tres de las series de bonos (36). De los cuatro bonos emitidos por Ucrania, una serie de encontraba sujeta a ley alemana y no contemplaba las CACs y se reestructuró en un solo paso a través de una propuesta de canje por los nuevos bonos. A los tenedores de las otras tres series de bonos (sujetos a la ley de Luxemburgo los cuales contemplaban el uso de

CACs al igual que la ley inglesa) se les ofreció cambiar sus bonos por los nuevos y bonos y simultáneamente otorgar un poder irrevocable con un mandato expreso a favor de un *exchange agent* (la persona que cumplía la función de instrumentar la propuesta de canje por parte del gobierno de Ucrania) para que represente a los tenedores de bonos en una reunión de bonistas a ser celebrada para modificar los términos de los antiguos bonos (los que se encontraban en *default*) y a alinear los términos de estos con los de los nuevos bonos (los nuevos bonos emitidos a raíz de la propuesta de canje).

A diferencia de la reestructuración de deuda pública realizada por Pakistán, Ucrania hizo un innovador uso de las CACs. Los bonos de Pakistán sí bien estaban gobernados por la ley inglesa, atento al incierto resultado de una posible reunión de tenedores de bonos, el uso de CACs no fue utilizado (podría haberse dado el supuesto de que en vez de enmendar los términos se hubiese obtenido el consentimiento del 25% de los tenedores de bonos, necesario para ejecutar la *“acceleration clause”* para declarar en *default* todas las obligaciones y poder demandar el cobro judicialmente).

Para superar esta incertidumbre, Ucrania sujetó la convocatoria para la reunión de los tenedores de bonos, a la obtención del porcentaje requerido para introducir las reformas propuestas al prospecto de los bonos en *default*. Una vez que se obtuvieron los poderes y el mandato expreso de los tenedores de bonos que representaban el porcentaje requerido de acuerdo a cada prospecto para realizar modificaciones a sus términos y condiciones, una reunión de tenedores de bonos fue convocada, el apoderado ejerció su mandato y las reformas fueron adoptadas, haciéndolas obligatorias para todos los tenedores de bonos de estas tres series. Con posterioridad a las reuniones, los tenedores de bonos participaron en la propuesta de canje intercambiando los bonos cuyos términos y condiciones habían sido modificados por los nuevos bonos que ya incluían estos mismos términos y condiciones. Al realizar una propuesta concreta, al gobierno de Ucrania

(33) Ver Buchheit L. C. y Mitu Gulati G, op. cit supra 9, p. 21.

(34) En el caso de Ucrania la ley aplicable era la de Luxemburgo que a los efectos de la utilización de las CACs y reformas a los términos es igual que la ley inglesa.

(35) Fondo Monetario Internacional, “Involving the Private Sector in the Resolution of the Financial Cri-

ses- Restructuring of the International Sovereign Bonds”, preparado por los Departamentos de Revisión de Políticas y Desarrollo y Legal del FMI, disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/03/IPS.pdf>

(36) Fondo Monetario Internacional, op. cit supra 37.

se le facilitó introducir otras modificaciones a los términos (además de las condiciones de pago) sin tener que contar con el expreso consentimiento de los tenedores de bonos logrando así, unir las cuatro series originales en solo dos series con los mismos términos y condiciones cuya única diferencia fue la moneda de emisión y el monto de los intereses (37).

Esta técnica sin precedente de utilizar CACs con el ejercicio de un mandato expreso, cuyo incumplimiento implicaría la responsabilidad civil del mandatario, no sólo garantizó que los tenedores de bonos no cambiarían de opinión en la reunión de bonistas sino que también resolvió el problema del *holdout* (acreedores que no aceptan el canje de deuda, usualmente denominados “*holdout creditors*”) temido por Pakistán ya que en el supuesto caso que no hayan ejercido la opción, estos estarían sujetos a las condiciones de pago adoptadas por la mayoría. Consecuentemente, los *holdouts* enfrentaron la perspectiva de quedarse con un bono con sus términos modificados (usualmente se reforman los términos dejando sin efecto las garantías y otras cláusulas que usualmente brindan, cierta seguridad a los tenedores de bonos) y sin liquidez, cuyo vencimiento coincide con el de los nuevos bonos que se ofrecieron en el intercambio, los que tenían más garantías y mayor liquidez (38).

2. Ecuador

La reestructuración de deuda pública de Ecuador, por otro lado, llevó a la creación de otra técnica innovadora llamada “*Exit Consent*” (consentimiento de salida). Esta innovación, es el resultado de las limitaciones en la reestructuración de Bonos Brady y de Eurobonos sujetos a la ley del Estado de Nueva York que requiere el consentimiento unánime de todos los tenedores de bonos para modificar las condiciones del pago. A diferencia de Ucrania, donde a través de las CACs la mayoría resolvió enmendar todas las condiciones de los bonos (el pago y otras) siéndole estas modificaciones aplicables a la minoría, Ecuador no tuvo esta posibilidad y tuvo que recurrir como única alternativa a una propuesta de canje (39).

Aunque los bonos ecuatorianos no contenían CACs para enmendar las condiciones del pago, las demás cláusulas sí podían ser enmendadas a través de una mayoría simple, es decir todas las condiciones excepto las condiciones del pago, por ejemplo: la renuncia a inmunidad por parte del Estado emisor, la sujeción a determinada jurisdicción, etc. viéndose la minoría sujeta a la voluntad de la mayoría. Ecuador fue el primer Estado que utilizó en una reestructuración de bonos soberanos —cuyos términos y condiciones no tenían CACs aplicables a las condiciones de pago— las reformas a ciertas cláusulas a través del *exit consent* para minimizar el problema potencial del *holdouts*.

Como Lee Buchheit y G. Mitu Gulati han explicado, a través del *exit consent*, una súper-mayoría de tenedores de bonos pueden enmendar los bonos en *default* —antes que los tenedores de bonos acepten los nuevos bonos que se ofrecen a través de una propuesta de canje— como incentivo para que todos los tenedores de los bonos en *default* acepten la propuesta de canje (40). De esta forma, los que aceptan los nuevos bonos prestan su “consentimiento de salida” para resolver el potencial problema de los *holdouts*. Ecuador utilizó el *exit consent* para modificar ciertas condiciones —a excepción de las condiciones de pago— convirtiendo los antiguos bonos menos atractivos, mientras que se le agregaron incentivos adicionales a los bonos que eran ofrecidos a través de la propuesta de canje, alentando a los tenedores de bonos a participar en el intercambio (41).

Consecuentemente, los tenedores de bonos que aceptaron los nuevos bonos a través de la propuesta de canje votaron a favor de una serie de modificaciones a los términos y condiciones (excepto las condiciones de pago) de los prospectos de los bonos que estaban intercambiando. Las modificaciones a que los tenedores de los bonos viejos o en *default* consintieron fue la eliminación de: la provisión que restringía a Ecuador comprar bonos Brady en el mercado secundario mientras se encuentre en *default* (42), la cláusula de incumplimiento cruzado de obligaciones (*cross de-*

(37) Fondo Monetario Internacional, op. cit supra 37.

(38) Ver Buchheit L. C. y Mitu Gulati G., op. cit supra 9, página 24.

(39) Fondo Monetario Internacional, op. cit supra 37.

(40) Ver Buchheit L. C. y Mitu Gulati G. “Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges”, p. 8, borrador

de fecha 04/25/00, luego publicado en 48UCLA L.Review (octubre 2000)

(41) Fondo Monetario Internacional, op. cit. supra 37.

(42) En el Mercado secundario se pueden comprar bonos en *default* por un porcentaje mucho menor del valor del título, esto ya fue utilizado por Chile con anterioridad para reducir su deuda pública.

fault clause) por medio de la cual el incumplimiento de otras obligaciones hace presuponer el incumplimiento de la obligación referente a los bonos; la cláusula por medio de la cual no se permite realizar gravámenes adicionales sobre los bienes que garantizan el cumplimiento de la obligación (*negative pledge clause*); o la cláusula que obligaba al gobierno ecuatoriano a cotizar los bonos en la Bolsa de Valores de Luxemburgo (43). Siguiendo el ejemplo de Ucrania, cada ejercicio de la opción de intercambio era irrevocable y se encontraba condicionada a la obtención de la mayoría necesaria para poder realizar las modificaciones(44).

Además del uso del *exit consent* o consentimiento de la salida para debilitar los derechos de los tenedores de bonos que decidieron no participar en el intercambio, el gobierno ecuatoriano resolvió reforzar la propuesta de canje por medio de la inclusión de las siguientes cláusulas:

(i) cláusula de pre-cancelación obligatoria: Por medio de esta cláusula, el gobierno ecuatoriano se comprometió a recomprar en el mercado secundario (o a realizar un *swap* entre deuda y capital; o, por cualquier otro medio) cierta cantidad de bonos de cada una de las series y de acuerdo a un porcentaje especificado (luego de transcurridos 11 años para los bonos cuyo vencimiento se produce en el 2030; y, 6 años para los bonos cuyo vencimiento se produce en el 2012). Ya que Ecuador debe comprar los bonos en el mercado secundario, proporcionará la liquidez que los inversionistas esperan (45). Asimismo, se piensa que atento a ello se garantizara a los tenedores de bonos que a través de la pre-cancelación estipulada de bonos, la emisión original se reduciría a un monto manejable al momento de su vencimiento otorgándole a Ecuador la flexibilidad de manejar su propio perfil de deuda (46). Si Ecuador no cumpliera con la pre-cancelación, un rescate parcial obligatorio de los bonos se activaría en un monto igual a la cantidad que se había comprometido a pre-cancelar (47).

(ii) cláusula de “restablecimiento” obligatorio del monto original: Con esta cláusula, Ecuador se obligo a emitir bonos adicionales o complementarios a la nueva emisión, en la misma cantidad de la reducción de la deuda que obtuvo a través de la propuesta de canje, para el supuesto que se suspenda el pago de intereses. Para que esta cláusula sea aplicable, tienen que darse dos condiciones: (a) que la suspensión del pago de los intereses se produzca dentro de los primeros 10 años de la emisión de los bonos; y, que esta suspensión dure mas de 12 meses. Esta cláusula también fue introducida para desalentar al gobierno ecuatoriano a declararse en *default* (48).

El uso de los *exit consents* combinado con las cláusulas previamente descritas, permitió a Ecuador reestructurar su deuda pública, ya que a la finalización del plazo para aceptar la propuesta de canje, el 97% de los tenedores de bonos estaban de acuerdo en participar (49). La utilización de este novedoso mecanismo del *exit consent* fue criticado por algunos de los acreedores, tanto durante la reestructuración de la deuda de Ecuador, como una vez concluida la misma, por ser un mecanismo coercitivo en lugar de servir como un incentivo para realizar la reestructuración (50).

Previo a la reestructuración de la deuda ecuatoriana, Lee Buchheit y G. Mitu Gulati, sostuvieron que con relación al problema del *holdout*, si comparamos al *exit consent* con otras propuestas (el concurso internacional, la espera legal administrada por el FMI o algunas de las defensas legales generalmente aplicables para los deudores soberanos), el consentimiento de salida acortaría los plazos de reestructuración en el escenario financiero internacional (51). El caso de Ecuador demostró que la utilización del *exit consent* es viable. Sin embargo, Michael Chamberlain, considera que los estados soberanos que intenten forzar la utilización del *exit consent*, van a terminar siendo demandados por los acreedores (52).

(43) Fondo Monetario Internacional, ps. 8 y 35, op. cit supra 37.

(44) Fondo Monetario Internacional, op. cit supra 37.

(45) Scott M. y Wellons P., “International Finance”, p. 1304, 8ª ed., Foundation Press, 2001, Nueva York.

(46) Fondo Monetario Internacional, op. cit., supra 37.

(47) Fondo Monetario Internacional, op. cit., supra 37.

(48) Fondo Monetario Internacional, op. cit., supra 37.

(49) Fondo Monetario Internacional, op. cit., supra 37

(50) CHAMBERLAIN, M., “At the Frontier of Exit Consents”, en la conferencia “Sovereign Creditors Rights” organizada por Bear Stearns & EMCA, disponible en <http://www.emta.org/ndevlop/exitcons.pdf>.

(51) Ver Buchheit, L. C., op. cit., supra 11, p. 25.

(52) CHAMBERLAIN, M., op. cit., supra 52.

Los casos de reestructuración de Ucrania y Ecuador son un claro ejemplo de opinión de que la utilización de la decisión colectiva en la reestructuración de bonos públicos, dentro de los parámetros y limitaciones dadas, puede, si es utilizada con mas confianza y en una forma más original, replicar la mayoría de los rasgos del concurso preventivo. Estos principios serían: (i) la suspensión automática de los juicios; (ii) el *crashdown*; y, (iii) la obtención de financiación durante el concurso (“*debtor-in-possession financing*” o “*DIP financing*”). El único rasgo que no podría reproducirse sería el de coordinación entre los diferentes tipos de acreedores (bonistas, FMI, Club de Paris, etc.) (53) rasgo que tampoco contempla el SDRM propuesto por el FMI. Aunque Lee Buchheit y G. Mitu Gulati han ilustrado a través de un caso hipotético que es posible gracias al uso de las CACs reproducir el *DIP financing*, utilizado en los concursos de empresas en los Estados Unidos, es menester destacar que este instituto hasta la fecha no sido utilizado en una reestructuración de deuda pública.

3. Las emisiones de bonos de Méjico y Brasil del 2003

Una nueva tendencia que se ha generando en el 2003 con las emisiones de bonos de Méjico y Brasil, es la de la utilización de las CACs. Méjico colocó bonos por la suma de 5.500 millones de dólares estadounidenses en la primera mitad del éste año, siendo el primer Estado soberano en emitir un bono por un monto considerable con CACs cuando emitió un bono de 1.000 millones de dólares estadounidenses en febrero de 2003. Cabe aclarar que con anterioridad a la emisión mejicana, Qatar, Egipto y Líbano habían emitidos bonos con CACs bajo la ley del Estado de Nueva York.

Asimismo, Brasil emitió un bono a 3 años y ocho meses por 1.000 millones de dólares estadounidenses, con un rendimiento de 10.9% y un cupón de 10% de interés. La demanda de este bono fue tal, que se estima que el monto de la emisión se podría haber incrementado en un 700%. La curiosidad de este bono, así como el emitido por Méjico en febrero es que ambos incluyen CACs

para reformar las condiciones de pago y el plazo de amortización. No obstante ello, entre el bono mejicano y el brasileño existe una diferencia que radica en la súper-mayoría requerida para modificar los términos de cada serie siendo del 75% y del 85%, respectivamente.

La EMTA reaccionó contra la emisión de Méjico ya que según ellos, un 85% en lugar del 75% hubiera reflejado mejor la intención de los tenedores de bonos. No obstante ello, hay que tener presente que de acuerdo al escenario planteado por Brasil, no sólo se aumento el requisito en la obtención de la mayoría, sino que además este porcentaje debe obtenerse en cada una de las series. El uso de las CACs es una tendencia que debe ser seguida para permitir una reestructuración más ordenada a través de los términos y condiciones de los bonos, en lugar de tener que recurrir a una propuesta de canje. Asimismo, se eliminaría el problema de los *holdouts* ya que una súper-mayoría obligaría a la minoría disidente. Por otro lado es importante destacar que si más países siguen el ejemplo de Brasil puede llegar a planearse que en lugar de ser más fácil una reestructuración, no pueda obtenerse la mayoría requerida y no pueda implementarse todo el proceso.

Es menester remarcar que luego de la tendencia significativa marcada por Méjico y Brasil, Sudáfrica, Corea y Belice también emitieron bonos con CACs.

4. Reperfilamiento de la deuda pública uruguaya

El plan de reestructuración de la deuda uruguaya que se completó el 29 de mayo del 2003 ha sido descrito por Alan Beattie (54), como “uno sacado del manual de soluciones voluntarias del Tesoro de los Estados Unidos y propio de Wall Street”. Alejandro Atchugarry, Ministro de Economía y Finanzas de Uruguay ha manifestado que los términos de este reperfilamiento de la deuda uruguaya refleja las consultas realizadas al mercado (55). Esta reestructuración tiene un significado muy importante, ya que es la primera vez que un país canjea todos sus bonos por nuevos bonos con CACs (56).

(53) Buchheit, L. C. y Mitu Gulati, G., op. cit., supra 9.

(54) Ver BEATTIE, A., “Uruguay Provides Test Case for Merits of Voluntary Debt Exchange” publicado el 23 de abril del 2003 en el Financial Times, disponible en <http://www.globalpolicy.org/soecon/ffd/debt/2003/0423urug>

(55) MANYA, “Uruguay Announces Debt Exchange Offer”, abril 10, 2003 en el Foro de Brady Net, disponible en www.bradynet.com/bbs/uruguay/100012-0.html

(56) Barham, J., “Cooking Up a New Solution”, Latin Finance, No. 147, junio 2003, página 12.

La reestructuración implicó una propuesta de canje de los bonos locales y los bonos globales junto con la reforma de un bono Samurai (denominado en yenes y emitido por entidades no japonesas) resultando en una exitosa reestructuración de más del 90% de los US\$ 5.200 millones de deuda pública en bonos en moneda extranjera que tenía Uruguay (57).

La propuesta de canje global se extendió a los tenedores de 18 bonos diferentes, incluidos los Bonos Brady (denominados en cuatro monedas diferentes y regidos por ley americana e inglesa) (58) para que cambien sus bonos por: (i) bonos nuevos con un diferimiento de 5 años en su vencimiento ("Bonos de Extensión"); u, (ii) otro con tres parámetros de referencia que ofrecen una mayor liquidez ("Bonos de Liquidez") (59). Los nuevos bonos ofrecidos en la oferta global se encuentran descritos en el prospecto y el suplemento al prospecto de fecha 10 de abril del 2003 (60) que han sido presentados ante la Comisión de Valores de los Estados Unidos ("*U.S. Securities and Exchange Commission*") (61).

La propuesta de canje también incluía como opción la utilización del consentimiento de salida, el que recibió un fuerte apoyo por parte de los tenedores de bonos que participaron en el canje. En tal sentido, cabe mencionar que se autorizó la reforma de 17 de los 18 bonos tornando menos atractivos los bonos antiguos a través del consentimiento de salida (62).

En transacciones separadas pero condicionadas, Uruguay llevó a cabo una propuesta de cambio doméstica en términos similares a la oferta global. El gobierno uruguayo le requirió a los tenedores de los bonos Samurai que contenían CACs y que permitían la introducción de cambios con el consentimiento de 662/3% de los votos, que

reformen las condiciones de pago y su vencimiento (63).

Sudáfrica y Corea, en emisiones posteriores, siguieron el ejemplo de Méjico con relación al requisito del 75% de los votos de los tenedores de los bonos. Por su parte, en las emisiones de bonos de Brasil, Belice y Uruguay la exigencia se aumentó a un 85% de los votos (64). Cabe aclarar que los bonos emitidos por Uruguay, adicionalmente presentan otra característica novedosa que es que —aunque con cierto grado de limitación— permite la coordinación entre diferentes series de bonos en caso de futuras reestructuraciones.

IV. A modo de conclusión: el caso argentino

La deuda Argentina se encuentra documentada en 152 bonos diferentes, los que se emitieron en siete monedas diferentes y se encuentran sujetos a ocho leyes aplicables (no pudiendo utilizar las CACs para reformar el monto y el vencimiento en todos ellos). Según el gobierno nacional, el monto de capital asciende a US\$ 87.050 millones de dólares estadounidenses, a lo cual deberían adicionársele los intereses devengados. Casi el 45% de esta deuda se encuentra en manos de inversores minoristas y el 55 restante en poder de inversores institucionales (65).

El Gobierno Nacional está proponiendo que los bonos que se emitieron con anterioridad al 31 de diciembre del 2001, los que ha denominado bonos elegibles para la reestructuración, sean canjeados por nuevos bonos denominados en cuatro monedas (US\$, Euro, Yen y Pesos) y se encuentren sujetos a cuatro leyes (la del Estado de Nueva York, inglesa, japonesa y Argentina).

Más allá de que el *default* ha sido una característica común en los países en desarrollo, ningún

(57) Ver Clearly Gottlieb Newsworthy, "Restructuring" del 29 de mayo, 2003, disponible en www.cgsh.com/newsworthy-categories.cfm?strNwsCatName=Restructuring

(58) Clearly Gottlieb Newsworthy, op. cit. supra 59

(59) Clearly Gottlieb Newsworthy, op. cit. supra 59

(60) Una copia del prospecto se encuentra disponible en la página del Banco Central de Uruguay, <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sgoioi/reperfilamiento/reperfilamiento1.htm>

(61) MANYA, op. cit. supra 57.

(62) Clearly Gottlieb Newsworthy, op. cit. supra 59.

(63) Clearly Gottlieb Newsworthy, op. cit. supra 59.

(64) Ver Krueger, A. y Fisher, M., "Building on a Decade of Experience: Crisis Prevention and Resolution", trabajo preparado para la conferencia sobre "International Financial Crisis: What follows the Washington Consensus?" organizada por el Centro de Estudios de la Globalización y Regionalización de la Universidad de Warwick, Inglaterra Julio 11 al 13 del 2003.

(65) Para mayor abundamiento sobre la propuesta de la República Argentina, ver http://www.mecon.gov.ar/finanzas/basehome/renegociacion_deuda.htm

país se encuentra exento (66). En Latinoamérica, el *default* no es extraño (67) y Argentina ha tenido una larga historia de crisis económicas y problemas financieros. No obstante que la Argentina haya entrado en cesación de pagos por primera vez hace más de un siglo, los casos más recientes fueron el *default* de su deuda pública en 1982, la reestructuración de los Bonos Brady en 1992 y la reciente crisis que llevó al *default* político en el 2001 y al *default* técnico y jurídico en el 2002. Lo preocupante de ello es, no sólo que cada vez es más frecuente sino que como curiosamente demuestran estos últimos acontecimientos, se produjo cada 10 años.

El mecanismo de SRDM propuesto por el FMI aún no ha sido instrumentado formalmente y su implementación es cuestionable ya que ello “*requiere una nueva burocracia internacional, una reforma en las leyes locales para dejar sin efecto recursos tradicionales de los acreedores y una cesión por parte de los Estados de su soberanía en ciertos aspectos tanto económicos como financieros*” (68). Recurrir a un proceso similar al de un concurso preventivo, ante la ausencia del SDRM no es una solución posible para un gobierno nacional.

En el caso argentino, la solución debe buscarse a través del *status quo approach*, un proceso voluntario y contractual a través de una propuesta de canje de los términos de las condiciones de los bonos, utilizando técnicas alternativas y mecanismos análogos a los ya existentes. El objetivo de la reestructuración debería ser el de alcanzar una solución sustentable y poder obtener nuevamente acceso a los mercados financieros.

Puntualmente, debido al tiempo transcurrido, Argentina no tiene otra opción que la utilización de una propuesta de canje utilizando un mecanismo híbrido combinado con el consentimiento

de salida, como se hizo en los casos de Ucrania y Ecuador. Ello reduciría el problema de los *holdouts* si es que se logra obtener el porcentaje de votos necesarios para enmendar los términos del prospecto que no afecten el monto ni el momento del pago para desanimar a los acreedores intransigentes.

La demora en la instrumentación de la reestructuración por parte de la República Argentina está generando el agrupamiento organizado de tenedores de bonos que se oponen a la reestructuración y pueden llegar a contar con una mayoría suficiente como para evitar que se reformen los términos y condiciones de los bonos en *default* (“*blocking holdings*”), con lo cual se mantendría latente el problema de los *holdouts*.

De poder llegarse a reformar los términos y condiciones de bonos en *default*, otra cuestión a ser considerada a la luz de los embargos decretados en Bruselas contra los agentes financieros de la República del Perú y Nicaragua y Euroclear (69), es que en todos los nuevos bonos se reemplace al fiscal *agent* (agente financiero) por un *trust agent* (agente fiduciario). La diferencia radica en que mientras el primero es un agente del deudor (Estado soberano), el segundo lo es de los acreedores. La utilización del *trust agent*, complicaría la línea argumental del *hold-out* que quiera embargar bienes de la República Argentina.

Asimismo, en caso de obtenerse *DIP financing*, si bien este estaría lejos de poder financiar la reestructuración completa, podría implicar una infusión de capital, reducir el *moral hazard* y generar una relación intra-creedores (coordinación entre diferentes tipos de acreedores: bonistas, FMI, Club de Paris, etc.) (70). Todo esto podría ser viable a través de una propuesta sería que demuestre la voluntad de pago, siendo muy importante el diálogo permanente con los acreedores.

(66) El Reino Unido y Francia entraron en cesación de pagos, ello ocurrió durante la gran depresión de 1930.

(67) GUIRA, J. M., “Latin America at Undue Cost and Risk? The Brave New World of Sovereign Debt. Restructuring and its Private Sector Counterpart”, *Yearbook of International and Financial and Economic Law*, 1999.

(68) Ver BUCHHEIT, L. C., op. cit. supra 11.

(69) La referencia del fallo contra la República del Perú y Euroclear es General Docket No. 2000/QR/92 (Corte de Apelaciones de Bruselas, 8va. Cámara, 26

de septiembre del 2000). El texto completo del fallo contra Nicaragua y Euroclear, en idioma francés, puede ser encontrado en www.emta.org/ndvelop/nicaragua.htm.

(70) Cabe destacar, a modo de ejemplo, que en 1992, Macy's (una tienda de ropa) obtuvo financiamiento por 600 millones de dólares estadounidenses a través de *DIP financing*. Conseguir este capital sólo le llevo 3 semanas desde que petitionó su proceso de reorganización (Capítulo 11 del USC) mientras que a Rusia, quién declaró su *default* en la misma época tuvo que esperar más de un año para obtener financiamiento. Al respecto ver Jeffrey D. Sachs, “IMF Reform Thyself”, en *Wall Street Journal* del 21 de julio de 1994.

Finalmente, el gobierno argentino debe tener presente que no es el capital sino el pago de los intereses lo que está causando el problema de insostenibilidad de la deuda. Un país sin ingresos o con reducidos ingresos en moneda extranjera no va a estar en condiciones de afrontar el pago

de los intereses de su deuda pública. Por ello proponemos que los intereses sean el resultado de un coeficiente de algún índice que refleje la verdadera posibilidad de pago de intereses para así evitar un nuevo *default* y alcanzar niveles sostenibles en el pago de la deuda (71). ♦

(71) Ver Buchheit, L. C., op. cit. supra 20 en donde plantea la posibilidad de utilizar un interés ligado a

un índice como se utilizó en alguna oportunidad para préstamos sindicados.