

Default soberanos: la necesidad de reforma a la arquitectura financiera internacional a partir de la experiencia de Argentina

Flavio Ernesto Buchieri

Prof. Adjunto. Facultad de Ciencias Económicas –

Universidad Nacional de Villa María

Email: flavio.buchieri@gmail.com

Resumen

Fecha de recepción
13/10/2014
Fecha de aprobación
12/11/2014

Palabras clave

- *holdouts*
- *valor nominal*
- *valor presente*
- *canje de deuda*

Argentina está en su segundo default en menos de quince años, debido a causas propias como al diseño jurídico internacional que contiene la emisión de deuda soberana en la actualidad. En este escenario es una prioridad generar mecanismos que eviten el comportamiento oportunístico de acreedores que no ingresaron a procesos de re-estructuración de tales deudas como lo revela el caso Argentino. De este rediseño en el manejo de deudas soberanas depende el éxito de futuros procesos de rescate de bonos nacionales.

Abstract

Keywords

- *holdouts*
- *nominal value*
- *present value*
- *debt exchange*

Argentina is in its second default in least tan fifteen years, due own reasons as well as the international framework which contain the emission of sovereign debt in the present. In this scenario, it's a priority to generate mechanisms that avoid the opportunistic behavior of creditors that didn't enter to restructuration debt process as the argentine case reveals. From this redesign in the management of sovereign debts depends the success of future recue process of national bonds.

1. Introducción

La República Argentina, en menos de quince años, se encuentra nuevamente bajo un fenómeno de default de sus compromisos externos. Esto ha sido el resultado del juicio que contra el país iniciaron tenedores de deuda que no participaron de los sendos canjes de «deuda vieja» por «deuda nueva», esto es, rescate y sustitución de bonos pre-existentes por aquellos con una importante quita en el capital adeudado así como extensión del horizonte de maduración de los nuevos bonos, que aconteció en los años 2005 y 2010.

En dicho juicio, iniciado en el juzgado del segundo circuito de la jurisdicción New York, a cargo del Juez Thomas Griesa, Argentina obtuvo un resultado negativo, siendo favorecidos algunos fondos de inversión especulativos (holdouts o también denominados «fondos buitres») que contaban en sus portafolios con bonos no re-estructurados de Argentina, con un reclamo final a pagar por el país, según consta en la sentencia del propio Juez Griesa, por alrededor de U\$S 1660 millones, aunque el monto total, contingente al resto de los bonistas que poseen bonos en default, asciende casi a U\$S 16.000 millones. Como el país aún no ha acatado el fallo, por las razones que brevemente consideraremos más adelante, el Juez ha declarado al país en desacato, proceso que agrava el aislamiento financiero de Argentina a nivel mundial, profundizando los agudos desequilibrios macroeconómicos que viene padeciendo desde aproximadamente cinco años atrás.

En ese escenario han comenzado a plantearse algunas alternativas para evitar que futuras re-estructuraciones soberanas atraviesen situaciones como las que se encuentra transitando Argentina, siendo que algunas de ellas son meros rescates de propuestas que oportunamente se formularon una década atrás aproximadamente y que, con algún grado de razonabilidad, pretendían anticiparse a lo que recientemente ha acontecido con la República Argentina como caso testigo.

Si la crisis de la deuda argentina no encuentra correlato en la definición de alternativas legales y/o

contractuales de alcance mundial que permitan en el futuro poner a resguardo procesos de re-estructuración de deudas soberanas efectivizadas, tales procesos no se producirán —por el caso argentino como precedente—, imposibilitando a los países afectados a corregir sus propios desequilibrios macroeconómicos que derivan de estadios previos de altos e insostenibles niveles de endeudamiento.

2. La naturaleza compleja del problema: la insostenibilidad de la deuda soberana

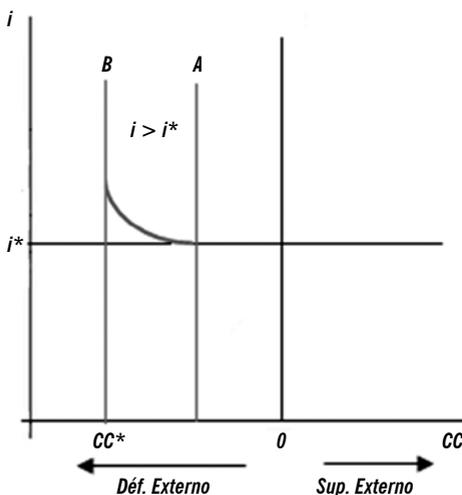
La experiencia vivida por Argentina permite contextualizar el problema que se pretende evitar que acontezca a futuro. En este escenario, el problema de cómo enfrentar niveles de deuda soberanas insostenibles se hizo más evidente a fines de los años 80, profundizándose luego en los años 90 cuando, particularmente en la segunda década, los flujos de capital hacia los países, particularmente emergentes, descansó en grado sumo en préstamos de bancos privados —que aumentaron mucho más que los flujos oficiales— para, en segundo lugar, estar anclados casi mayoritariamente en fondos privados bajo la forma de bonos. Es opinión de diversos autores que es este último esquema de financiamiento el que ha generado incentivos perversos para manejar y resolver niveles insostenibles de deuda soberana.

Una deuda soberana adquiere el calificativo de insostenible cuando la relación Deuda/PBI o Deuda/exportaciones no se estabiliza o, más bien, generando tensiones fiscales, por la mayor carga que la deuda generada en los presupuestos públicos, que tienen impacto multiplicador a nivel macroeconómico global de dicho país. Por supuesto que un aumento de la deuda soberana puede estar explicado por varias razones aunque, sin lugar a dudas, se puede expresar que, ceteris paribus, existe una relación directa entre aumento en el endeudamiento y déficit fiscal. Y

este último es uno de los elementos que componen o determinan el saldo de la cuenta corriente.

Desde esta perspectiva, ¿cuál es la relación entre déficit fiscal y tasa de interés? Pues, si el desequilibrio externo del país, fruto de un elevado déficit fiscal, es muy alto como para despertar dudas con respecto a la capacidad de pago de las deudas del país, la tasa de interés a la cual se podrá colocar nueva deuda para pagar la vieja —más los intereses, en caso que los mismos sean capitalizados— será más elevada. Ahora bien, mayores déficits fiscales implican tasas de interés crecientes. Sin embargo, esto tiene un límite ya que los acreedores del país no estarán dispuestos a financiar cualquier déficit. Es decir, se puede considerar que existe un déficit máximo a partir del cual, su suba implica un corte de financiamiento para la totalidad de la deuda soberana. El siguiente gráfico muestra esta situación, que comentamos a continuación

Gráfico 1. Tasas de interés y déficit externo



Fuente: elaboración propia en base a Braun y Llach (2005).

El eje horizontal muestra el déficit/superávit de la Cuenta Corriente (CC). La línea vertical implica un saldo externo igual a cero mientras que a su izquierda o derecha, respectivamente, se asiste a un déficit o superávit externo, respectivamente. Desde esta perspectiva, un saldo comercial externo implica el mismo monto en términos de la cuenta de capital más la probable variación de reservas, aunque ambos con el signo contrario (un déficit comercial debe ser igual a un superávit en la cuenta de capital más la pérdida de reservas externas, para que la balanza de pagos tenga saldo cero).

A medida que nos movemos hacia la izquierda, el déficit externo crece. Pasando la línea A, las tasas locales comienzan a subir por aumentos en el riesgo país (i , la tasa de interés local, es mayor a i^* , la tasa de interés mundial de referencia). Cuando el déficit traspasa la línea B, las tasas de interés suben al infinito, implicando el corte al financiamiento externo del déficit público. Esto implica que habrá un valor máximo de dicho déficit que encuentra financiamiento a tasas crecientes.

Cuando tal nivel de endeudamiento deja de percibir financiamiento a tasas razonables desde el punto de vista de la capacidad de pagos de dicho país, la deuda entra en perspectivas de default, situación que puede llevar a que unilateralmente (como Argentina en el año 2002) o en forma consensuada (como Uruguay y Ecuador en los años 2002 y 2003, respectivamente), el país incumpla el/los pago/s de capital e intereses comprometidos llevando tal situación a un esquema de re-estructuración de la totalidad o parte de su deuda pública. Esto acontece porque al aumentar la relación Deuda/PBI suben las tasas de interés reales que el país toma para rescatar deuda vieja o requerir financiamiento adicional, fenómeno que afecta al sector privado por el efecto sustitución que genera la absorción de fondos para el financiamiento estatal.

En ese contexto, el país puede tratar de aumentar la recaudación de impuestos o adoptar otras medidas para garantizar el pago del servicio de la deuda, esquemas que reducen el crecimiento económico

con lo cual se vuelve endógena la relación creciente entre Deuda y PBI (por aumento en la primera y caída en la segunda, ambas en forma consecuyente), ya que la suba en la tasa de interés aumenta el costo total de la deuda, reduciéndose el superávit y/o aumentado el déficit, ambos primarios. Este último, como vimos, es el principal componente del financiamiento del servicio de la deuda.

Cuando la suma de la tasa de crecimiento real de la economía y del superávit/déficit primario es menor que los pagos de intereses, ambos expresados como porcentaje del PBI, la relación Deuda/PBI crece sin límites. El mercado, anticipándose a tal situación, restringe el financiamiento a ser otorgado con lo cual el país cae necesariamente en un default de sus compromisos externos ya que no puede asegurar ni siquiera el rescate de los bonos viejos por nuevos.

Una vez iniciado este proceso, que implica la definición de cómo se reparten las pérdidas entre acreedores y deudores, la re-estructuración de la deuda soberana debe conducir a que se convalide el menor Valor Actual de la misma, producto del reconocimiento de la menor capacidad de pago real del deudor, en relación a su Valor Nominal. Es así como se puede considerar, como criterio de definición, que el monto del Valor Actual de la Deuda al cual se arribe debe ser aquel donde el nivel de superávit fiscal inter-temporal que se calcule permita el repago de los nuevos servicios de intereses luego de la re-estructuración encarada. Este último, por supuesto, aumentará vía un mejoramiento en las perspectivas de crecimiento de la economía que se obtienen al bajar las tasas de interés reales que financiarán la amortización de la nueva deuda.

Por otro lado, la evolución registrada en los principales financistas de deudas soberanas, al pasarse de acreedores bancarios y/o organismos multilaterales de crédito a financistas privados ha dificultado y, por ende, ha generado costos de negociación entre acreedores y deudores más altos. En la actualidad, la proporción de deuda pública externa en manos de acreedores privados alcanza a casi el 80 % del total de deudas soberanas. Y si bien la diversificación de

las fuentes de financiamiento es un hecho saludable porque favorece el poder de negociación del deudor, sin embargo, puede convertirse en un obstáculo al renegociar una reestructuración, ya que puede resultar más difícil coordinar la actividad de los tenedores privados de bonos que cuando los mismos están concentrados en pocos acreedores bancarios. En consecuencia, las asimetrías de información respecto de la capacidad crediticia del deudor que normalmente el intermediario financiero reduce, vuelven a exacerbarse y por este motivo se ha asistido al desarrollo de nuevas formas de evaluación del riesgo con base en disciplinas de mercado, donde juegan un rol creciente agencias calificadoras y analistas especializados.

A lo antes expuesto, se le debe sumar la creciente diversidad de instrumentos de deuda y de instrumentos financieros derivados que están en juego. A diferencia de estos últimos, es de destacarse que los tenedores privados de bonos prefieren mantener una relación de corto plazo con los deudores, teniendo más incentivos a demandar a los acreedores morosos, como se observa en el caso argentino.

En ese contexto se puede considerar que una re-estructuración ordenada y sin demora de la deuda cuando su nivel es insostenible puede beneficiar tanto a los acreedores como a los deudores y, lo que es más importante aún, permitirá evitar los costos que un proceso no ordenado y tipificado por las partes genera en ausencia de tales consensos contractuales. Epstein (2012) destaca las siguientes características que en promedio se han observado en los procesos de re-estructuraciones de deuda soberanas encaradas:

a) A través del análisis de 90 defaults y re-estructuraciones concertadas en 73 países, las negociaciones tienen una duración promedio de más de 7 años, produciendo pérdidas promedio de 40 % para los acreedores y logrando un alivio limitado para los deudores.

b) Se deben coordinar diversos intereses, particularmente los de algunos tenedores de bonos que no están predispuestos a una reestructuración de su

deuda. En ese contexto, la condonación de la deuda requiere un mecanismo de coordinación que obligue a todos los acreedores a aceptar pérdidas nominales. Sin un mecanismo de este tipo, cada acreedor individual preferiría no participar de la reestructuración mientras otros cancelan parte de sus créditos.

c) Se asiste a falta de financiamiento privado durante el proceso de reestructuración, que profundiza la crisis y reduce aún más la capacidad de pago, ya que durante el período de reestructuración los países podrían necesitar acceso a fondos externos.

d) Cuando un país se acerca al inicio de sus dificultades financieras, las nuevas emisiones de deuda puede hacer daño a acreedores existentes, por un problema conocido como «seniority» o prioridad en la escala cobro.

Por ende, la complejidad y dificultad para conducir procesos ordenados de salida ante un default requiere de medidas urgentes para limitar los efectos colaterales de estos procesos.

Por otro lado, es también de opinión casi unánime que un acuerdo en la materia contribuiría a aminorar la ocurrencia de crisis de deuda futuras porque los mercados otorgarían menos crédito a los países con coeficientes de endeudamiento elevados en relación a su PBI, con lo cual se generarían los incentivos adecuados para que los países inicien procesos de corrección de los desequilibrios conducentes a tal situación, para evitar caer en un cierre total al finamiento externo.

Sin embargo, es de destacarse que cualquier propuesta a establecerse como salida no generaría rápidamente una re-estructuración fácil ya que incluso una reestructuración ordenada puede provocar perturbaciones económicas considerables cuando el proceso de corrección de desequilibrios macroeconómicos contempla medidas y planes de fuerte impacto en lo monetario, fiscal y en el sector externo.

3. Opciones de resolución de deudas soberanas en default

Como antes se contempló, una deuda insostenible requiere de su re-estructuración a través del cambio de bonos en circulación por bonos nuevos con quita en el Valor Nominal de los primeros, de modo de nivelar el mismo con su Valor Presente Neto, que evalúe la capacidad de repago del emisor de los mismos. En ese contexto, el canje de bonos implicaría la emisión de una serie de nuevos títulos cuyo valor corresponda a una fracción del valor de los existentes, con vencimientos más cortos e intereses más altos aunque también se pueden ofrecer bonos a la par, con un valor nominal idéntico al de los que se rescatan pero con vencimientos más largos y tipos de interés menores.

La crisis mexicana de 1995 abrió una intensa discusión en los foros académicos y políticos internacionales, con la participación del Fondo Monetario Internacional (FMI), los restantes organismos multilaterales y los países del G20, entre otros, respecto a una amplia gama de temas vinculados con la reforma y regulación de la arquitectura financiera mundial, en particular, los procesos e instrumentos vinculados con re-estructuraciones no traumáticas de deudas soberanas. En ese marco, se comenzaron a analizar las oportunidades para generar mecanismos que, además de resolver los problemas de coordinación permitieran aumentar la participación del sector privado en la resolución de tales problemas, como modo de disminuir los problemas de *riesgo moral* derivados de los paquetes de rescate implementados por los organismos multilaterales.

La participación de los acreedores privados como oficiales o públicos en la generación de una metodología de reestructuración de deuda lo menos costosa posible se basa en la creencia de que, bajo una creciente valoración del hecho de que cada acreedor asuma la responsabilidad por su propia evaluación del riesgo, la re-estructuración a ejecutarse debería generarse minimizando a anulando los *bail-outs* o rescates de un sector respecto del otro. Esto es im-

portante de tenerse en cuenta porque una vez que se alcanza el punto a partir del cual la capacidad de pago de un deudor es puesta en deuda, la pérdida respectiva de confianza acota su capacidad de acceso a nuevo endeudamiento, con lo que se agrava el problema de la deuda soberana al no poderse realizar *roll-over* de la deuda que vence. En estos contextos, la situación se vuelve rápidamente inmanejable y escapa del control de los deudores con lo cual sería deseable contar con un mecanismo pre–establecido y/o pre–acordado de negociación para minimizar las pérdidas que se ocasionen.

Es claro y contundente expresar que cualquier procedimiento de re–estructuración de deuda soberana que pretenda ser una alternativa razonable, de bajo costo y no traumática —en términos legales y económicos, en particular, para el país deudor— debería básicamente basarse en los siguientes ejes: a) permitir una negociación ordenada con la totalidad de los acreedores, con trato igualitario a través de sus diferentes clases; b) alinear sus incentivos, minimizando o aun eliminando los comportamientos de *free-riding*; y c) mantener el acceso de la economía cuya deuda está siendo sometida a una redefinición con sus acreedores a los mercados de capital durante y después del proceso de renegociación. Esto último exige que no haya dudas con respecto a sus fundamentos económicos, de modo que el nivel de quita que se practique a la deuda con problemas sea sostenible.

Luego de la declaración del default de la deuda soberana de Argentina a principios del año 2002, se plantearon, a nivel mundial, dos mecanismos alternativos, que hoy vuelven con fortaleza al debate acerca de cómo lograr acuerdos sustentables entre acreedores y deudores de modo de evitar la situación que atraviesa dicho país en la actualidad. Estos mecanismos son, por un lado, las denominadas «Cláusulas de Acción Colectiva» (en adelante, CAC), que son usuales en los procesos de re–estructuración de

deudas del sector privado, como, por otro lado, la generación ya de un marco normativo más amplio como el brindado por el «Mecanismo de Resolución de Deudas Soberanas» (en adelante, MREDS), ya con un alcance mayor y a nivel global.⁽¹⁾ Por último, se puede contemplar la aplicación de las «Cláusulas de Salida Consentida» (en adelante, CSC), para bonos ya emitidos y que no tienen acceso a las dos alternativas antes enunciadas. Veamos, brevemente, las opciones antes vertidas. Veremos, a continuación, un breve desarrollo al respecto.

3.1. Las cláusulas de acción colectivas

Las CAC fueron impulsadas primeramente por el Subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos, John Taylor como una extensión de las cláusulas de acción colectiva incluidas en la jurisprudencia inglesa a un variado espectro de instrumentos financieros, incluidos los préstamos bancarios. La idea básica de este mecanismo es regular la forma en que los acreedores interactuarían entre ellos, no sólo a nivel de instrumento individual sino también como clase —en función de cláusulas de agregación—, y con el deudor, en el marco de un proceso de renegociación de deuda soberana.

Las CAC operan sobre la emisión de un bono en particular cuando, vía su contemplación en el contrato suscripto entre el deudor y el acreedor, la misma permite que una determinada mayoría de tenedores de dicho bono acuerde o lidere una cierta re–estructuración que implique el intercambio de bonos viejos por nuevos y que se haga extensiva al resto de los acreedores que inicialmente no aceptaron tal operatoria. Como efecto colateral de su instrumentación, las CAC impedirían lo que se desea evitar, esto es, que los acreedores que no ingresaron al canje bloqueen las negociaciones que se encaren, facilitando así y acelerando los procesos que se encaren.

(1) Ambos mecanismos fueron anunciados por la Sub–directora del FMI, Anne Krueger, a través de su discurso emitido en la Ciudad de México el 12 de noviembre de 2002 (cit. por Fatorelli, 2012).

Lo antes expuesto permite destacar que el objetivo declarado de las CAC es concentrar poderes en una mayoría de tenedores de bonos, que tendría la autoridad para imponer una reestructuración que sometería a todos los tenedores de bonos y países deudores bajo sus decisiones. Desde esta perspectiva, algunos autores como Fattorelli (2012), exponen algunos efectos colaterales de este mecanismo que bien deberían ser tenidos en cuenta ya que el objetivo no declarado es proteger los intereses de los acreedores en relación a los deudores. En primer lugar, todo el poder de la negociación, tras su activación, recae en la mayoría que se reúna (en algunas emisiones recientes, la CAC implica, para su activación, una mayoría de tenedores de más del 80 % de su totalidad) para proceder a liderar el proceso de reestructuración de los bonos en default, situación que bien puede implicar pérdida de maniobra para los países emisores de dichos títulos y/o imponer arreglos financieros en los cuales el país en cuestión no esté de acuerdo.

Por otro lado, también está en discusión a qué valor de produce el cambio de títulos o si bien se hace a su valor de mercado, situación que podría generar operaciones de especulación una vez que el mercado anticipa qué bonos van a observar una activación de sus CAC. También se debe mencionar que la cláusula determina que, en el caso de no-pago de cualquier parte de una determinada serie de títulos de deuda externa reestructurada, los acreedores podrán declarar inmediatamente vencidos el principal, los intereses y todos los demás valores adeudados sobre los títulos de deuda de aquella serie, es decir, se declararía toda la deuda de plazo vencido, aun cuando no esté vencida.

Por ende, y a partir de todo lo antes expuesto, si bien las CAC implican un avance notable en la resolución de los conflictos que se generan cuando un bono entra en default, demuestran claramente el diseño de incentivos que se generan para el país emisor de tal título, donde si bien actúan como «una segunda oportunidad», dejan claro que la misma tiene precio para el deudor, sin importar las rela-

ciones de reciprocidad y co-responsabilidad que se producen cuando se otorga financiamiento a un título de dudosa capacidad de pago.

Las CAC, por otro lado, no escapan a los problemas de instrumentación que surgen por las características propias del financiamiento al cual acceden los Estados soberanos como gran variedad y número de acreedores, frecuente imposibilidad de dar el mismo tratamiento a todos los acreedores, el papel que juegan los organismos internacionales y la diversidad de los factores políticos y geo-estratégicos de cada país en particular, como fue contemplado en la sección previa de este documento.

3.2. El mecanismo de resolución de deudas soberanas

Como consecuencia de lo antes expuesto, en el año 2003 y a propuesta del FMI, se alentó fuertemente la creación del MREDS como marco normativo a establecerse a nivel mundial para diferendos de la naturaleza descrita en este documento, con el propósito de conducir a reestructuraciones ordenadas y oportunas temporalmente de deudas soberanas en default.

El MREDS tiene un alcance mayor que las CAC ya que el mismo no se aplicaría a un sólo un bono en particular sino sobre la totalidad de bonos e instrumentos de deudas soberanas emitidas por un país. En ese marco, el MREDS también requiere de una cierta mayoría de acreedores que imponga las nuevas condiciones de reestructuración al resto de los acreedores. Sin embargo, y uno de los aspectos más destacables de este mecanismo es que los acreedores podrían dar protección respecto de la reestructuración a los nuevos créditos que se otorguen al país durante la negociación, de modo de mantener el nivel de crédito y no deprimir adicionalmente el nivel de actividad económica.

Muchos autores consideran que este mecanismo tiene un efecto similar a muchas legislaciones nacionales que regulan los procesos de quiebra empresarial, que permite agregar todos los créditos de una empresa a efectos de la votación de los acreedores.

Por ende, el MREDS exigiría la constitución de una instancia centralizada de solución de disputas a nivel mundial que permite verificar las acreencias, garantizar la transparencia e integridad del proceso de votación entre los acreedores y resolver las controversias que se planteen en su seno, generando así un ámbito creíble para una negociación más ordenada.

La activación del MREDS permitiría la suspensión automática de los litigios al mismo tiempo que debe ser activado a petición del deudor siempre y cuando se demuestre que el nivel de deuda es insostenible y, por ende, requiera de una adecuación forzosa y voluntaria. Es de destacarse que los acreedores no tendrían en este esquema un rol pasivo ya estarían facultados para declarar que el país en cuestión no ha negociado de buena fe con lo cual, arribada esa instancia, la suspensión del litigio caería con lo cual se vuelve a la situación previa al momento de la activación del MREDS.

Tanto este mecanismo como las CAC son contempladas como parte de un plan integral para gestionar un mecanismo ordenado de resolución de deudas soberanas en default. En ese marco, las CAC deberían ser contempladas individualmente en una multiplicidad de instrumentos individuales de crédito, dejando la jurisdicción a los juzgados respectivos. A no ser que se realice un canje generalizado de bonos sin CAC por otros con dicha cláusula, el reemplazo se haría sólo a medida que los bonos a ser rescatados venzan, lo cual crearía una fuerte diversidad jurídica de contratos en circulación. De este modo, la necesidad por lanzar el MREDS implica una significativa ventaja por su universalidad en términos de cobertura e interpretación, una vez implementadas.

3.3. Las cláusulas de salida consentida

La falta de aplicación en los contratos de deuda de las CAC así como la ausencia de un MRDES generó la posibilidad que acreedores no conformes con algunos canjes de deuda realizados, como el argentino, iniciaran acciones legales contra el deudor para cobrar la totalidad de las acreencias en sus

manos. Numerosas experiencias pueden encontrarse en la literatura sobre la materia contemplada en este artículo. Por ende, muchos países que habían emitido deuda sin CAC comenzaron a aplicar las CSC que, a diferencia de las primeras, se imponen por ciertas mayorías de votos, diferentes en las distintas jurisdicciones en las que se litigan, a partir de la oferta de canje de los bonos en circulación por bonos re-estructurados.

En este contexto, las CSC permiten debilitar los mecanismos de reclamo judicial de los bonos viejos que quedan en manos de los acreedores que no han participado de los canjes de deuda efectuados. Y, lo que es más interesante es que estas cláusulas permiten el cambio de jurisdicción desde, por ejemplo, juzgados internacionales a domésticos con lo cual el manejo de estas situaciones es siempre más propicia y/o benevolente para el deudor. Por ende, estos aspectos existen mayores incentivos para participar de los cambios de bonos efectuados.

Un punto merece la atención, en particular, cuando se relaciona con el caso actual en disputa entre Argentina y un grupo de holdouts, como vimos en la presentación inicial de este documento. Si bien la ley del Estado de Nueva York, bajo la cual se someten legalmente la emisión de la mayoría de los bonos de deuda soberana a nivel mundial, no permite la modificación de los términos de pago de los bonos (capital, interés, plazo, moneda, etc.) sin el consentimiento previo de todos y cada uno de los tenedores, admite sin embargo la modificación de algunos términos no financieros contenidos en los bonos mediante alguna mayoría calificada, o incluso mayoría simple en el caso de algunos papeles soberanos.

De esta forma, los tenedores de bonos que aceptan participar de un canje de deuda pueden, un instante antes de abandonar el papel vigente, votar a favor de la modificación de ciertas cláusulas que los protejan a sí mismos de las acciones legales que quienes no aceptaron participar en la oferta puedan ejercer en el futuro. Así, modificando las cláusulas de inmunidad soberana u otras que ofrecen ciertas garantías a los tenedores del bono en cuestión, quie-

nes aceptan participar en la reestructura de deuda pueden dejar el viejo bono en condiciones poco hospitalarias como para permanecer en él, incentivando la adhesión de parte del resto de los acreedores.

3.4. Un cuarto «camino»: CAC + mecanismo de ajuste de la deuda soberana

Existe un cuarto camino y es el que involucra a un nuevo rol propuesto para que sea desarrollo por organismos financieros internacionales como el FMI, sin que esto implique la postura oficial de este organismo, que sí apoya la aplicación simultánea de las CAC como del MREDS. Esta propuesta residiría en coordinar la utilización de las CAC junto a la creación de un Mecanismo de Ajuste de la Deuda Soberana (SDAF, por sus siglas en inglés) por parte del FMI, que combinaría los préstamos del mismo más la re-estructuración de la deuda en default.

La propuesta antes mencionada requeriría que el Fondo estableciera los criterios en virtud de los cuales los países fuesen elegibles para un SDAF en forma similar a la de los criterios establecidos para la calificación de la iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados, un programa establecido a mediados de los años 90, para seleccionar a algunos países de bajos ingresos para el alivio de la deuda. En ese marco, se argumenta que la principal característica de este mecanismo alternativo sería la creación de un instrumento de compromiso que impediría al FMI financiar a los países con una dudosa sostenibilidad de la deuda. Esto implica definir tales criterios y, por ende, introducir «ruidos» en el acceso o no a tal ventanilla de arreglo financiero.

3.5. La salida «a la Uruguay»

Por último, un camino interesante lo mostró Uruguay cuando re-estructuró su deuda con problemas de pagos. La propuesta fue la siguiente: correr la

fecha de los pagos de deuda por el mismo período para todos los vencimientos, manteniendo el orden original y contabilizando los intereses. Así, logró una adhesión del 93 % en sólo 45 días. En este caso, no hubo ni quita del Valor Nominal ni del Valor Presente de la deuda por lo que no se iniciaron litigios judiciales ante una violación en los contratos de deuda por parte de dicho país.

Como vemos, existe un amplio menú de alternativas que dependerán de cada caso, de cada contrato de emisión de deuda como de cada país a la hora de implementarse salidas ordenadas a procesos de deudas insostenibles.

4. Bitácora del default de Argentina en el 2014: disparador del cambio⁽²⁾

El denominado «Juicio del Siglo» en el que un grupo de holdouts obtuvieron un fallo favorable del Juez del Segundo Distrito de la Ciudad de New York contra Argentina se basó en la aplicación, por parte del mencionado magistrado, de la cláusula *pari passu*. Esta cláusula, que aparece en la mayor parte de las emisiones de deuda soberana implica un «un trato igualitario para aquellos bonistas de un país que entren o no entren a un canje de deuda pública».

Argentina quedó expuesta a esta cláusula al realizar el primer Canje de su deuda soberana, en marzo de 2005, como luego en el segundo Canje, en octubre de 2010. En dicha operatoria hubo un 93 % de acreedores que aceptó la re-estructuración ofrecida por el gobierno argentino pero un 7 % restante no lo hizo, obteniéndose una quita en el valor nominal del total de la deuda re-estructurada del orden del 46 % (Müller, 2013).

Tras el primer fallo negativo emitido por el Juez Griesa, Argentina apeló el mismo en la Cámara de

(2) Se deja constancia que el presente artículo ha sido escrito a principios del mes de octubre del año 2014, con lo cual la situación del Juicio que Argentina mantiene con los holdouts en el Juzgado de Tomas Griesa, en New York, es la que se refleja en la presente sección.

Apelaciones del mismo distrito, obteniendo de nuevo un resultado negativo. Por ende, el último camino fue presentar un recurso de amparo ante la Corte Suprema de los Estados Unidos, la cual se negó a tomar el caso por lo que el fallo inicial del Juez Griesa quedó firme.

Como el país no ha saldado el monto asignado por el Juez Griesa a estos holdouts, estimada en unos U\$S 1660 millones (incluyendo capital adeudado, intereses y punitivos), el país entró en un default parcial de su deuda al bloquear el Juez fondos por U\$S 532 millones que el país depositó en el Bank of New York Mellon, su agente fiduciario, para pagar el servicio de un bono en particular a sus acreedores, hasta tanto no se arregle primero con los holdouts. En ese marco, el magistrado declaró al país en desacato.

El país se niega a efectuar cualquier arreglo con los holdouts porque está imposibilitado de efectuar una mejora por encima de la que recibieron los bonistas que sí entraron a los sendos canjes de deuda efectuados en los años 2005 y 2010 por la existencia de una cláusula que se incorporó en los contratos firmados en dichos canjes, denominada RUFO (cuya sigla en inglés es *right upon future offers*). Esto implica que, si el gobierno mejora la oferta al 7 % de los bonistas que no entraron al canje hasta ahora, tiene la obligación de hacer lo mismo con el 93 % de acreedores que sí aceptaron los Canjes antes mencionados. Dicha cláusula vence el 1 de enero del 2015 con lo cual el país debería esperar recién a la caducidad de la RUFO como para ofrecer una oferta que sea de consenso con los holdouts pero por encima de lo que el país puede ofrecer hoy como valor presente de los títulos que los bonistas que no entraron al canje tienen en sus manos.

Por otro lado, el problema no termina con estos acreedores. Se considera que existen reclamos de otros holdouts que en cascada reclamarán al país un arreglo similar al que encuentre con los holdouts que sí ganaron el juicio en el Juzgado de Griesa por una suma cercana a otros U\$S 16.000 millones, con lo cual el país debe idear una estrategia de conjunto para solucionar el problema total de estos acreedo-

res. Sin embargo, la oferta que hará Argentina en adelante por la deuda que falta arreglar es un tema aparte a la redacción de este artículo.

La pregunta fundamental es por qué Argentina arriba a esta situación luego de que re—estructurara gran parte de su deuda soberana (U\$S 112.000 millones) caída en default en los canjes de los años 2005 y 2010. Es oportuno brindar algunos comentarios al respecto.

Argentina propone el canje de bonos viejos por nuevos tanto bajo jurisdicción extranjera —mayoritariamente— como con la cláusula RUFO, de modo de generar incentivos para una alta adhesión al canje. En el primer caso, y hasta su vencimiento, el gobierno argentino no puede cambiar la jurisdicción de pago de los bonos, como intenta hacer tras la sanción de la Ley de Pago Soberano que traslada el domicilio de cobro desde el Bank of New York Mellon a Nación Fideicomiso y que ha sido prohibido por el Juez Griesa. Esta subordinación de la reestructuración de deuda a la justicia extranjera buscaba darles seguridad jurídica a los inversores. Por lo tanto, si la Argentina quiere cambiar el lugar de jurisdicción de los bonos con legislación extranjera con Nueva York, Europa o Japón, o si no se pagan los vencimientos de los bonos, puede incurrir en una falta y caer en lo que se llama «default técnico».

Por otro lado, es de destacarse que las CAC fueron incorporadas en los bonos de Argentina emitidos bajo ley extranjera en sendos Canjes más no así la tienen los bonos emitidos bajo ley Argentina. En ese contexto, las CAC están presentes en casi un 85 % de todas las series afectadas y 66,6 % (dos tercios) de cada serie. Por ende, el litigio encarado por parte de los holdouts afecta sólo a una pequeña parte de la deuda total re—estructurada.

Numerosas opiniones al respecto indican que el Ministro de Economía en el año 2015, Roberto Lavagna, no incluyó cláusulas de tipo CSC, a pesar de las malas experiencias que podían ser obtenidas a nivel mundial en esos momentos, tanto por las potenciales demandas judiciales que podría recibir antes de abrir el canje (con lo cual se hubiera com-

plicado aún más la re—estructuración que se pretendía llevar a cabo) como por el bajo nivel de adhesión que obtendría. Por ende, el Ministro habría priorizado obtener, con las condiciones antes analizadas, un nivel de adhesión elevado para luego, por presión, negociar con más fortaleza un acuerdo razonable con los holdouts. Esto implicaba abrir el canje más adelante, como sucedió en el 2010 y, al mismo tiempo, sancionar una ley que prohibiera al Estado Nacional arribar a un acuerdo por encima de lo concretado en los canjes y por encima de la cláusula RUFO. La denominada Ley Cerrojo impide aún, más allá de la caducidad de la cláusula RUFO, generar tal oferta.

Como los hechos lo demuestran, los holdouts que litigaron en el Juzgado de Griesa no vieron en el contexto argentino los incentivos adecuados como para desistir de sus demandas. Y el juez Griesa les dio la razón.

5. Breves conclusiones: lecciones tras el caso argentino

Se puede concluir que las deudas insostenibles deben ser reestructuradas, de un modo u otro, en algún momento preciso, de modo de evitarse las pérdidas de capital que sufren los acreedores como los agudos procesos de corrección de desequilibrios macroeconómicos que los países deudores deberán implementar, necesariamente, como complemento a las propuestas de re—estructuración de las deudas soberanas encaradas. La minimización de dichos costos debe partir tanto de la implementación de nuevos cuadros normativos a nivel mundial como de mecanismos precisos que se deben incluir en los

contratos de deuda que se emitan. En este marco, un proceso que permita a los acreedores preservar mejor el valor de sus créditos, y a los deudores reducir al mínimo la pérdida de producción durante el período de la reestructuración es beneficioso tanto para los acreedores como para los deudores.

En este sentido, recientemente el Fondo Monetario Internacional publicó lo que es su punto de vista en la materia a través del fortalecimiento del marco contractual para abordar problemas de acción colectiva encaminada a lograr procesos exitosos y sostenibles de re—estructuración de la deuda soberana, en consonancia que lo expuesto por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés). En primer lugar, se propone modificar la cláusula *pari passu* en los bonos soberanos para evitar que el emisor pague a los acreedores en forma equivalente o proporcional, discriminando así entre tenedores que sí entraron al canje de deuda vs. los que no lo hicieron. Por otro lado, se contempla la inclusión de una CAS ampliada, esto es, que genere un mecanismo automático de «agregación de acreedores» para resolver con mayor eficacia y rapidez los problemas de acción colectiva. Por último, se considera de qué manera el FMI puede promover el uso de estas cláusulas modificadas en las futuras emisiones de bonos soberanos internacionales, señalándose, al mismo tiempo, los riesgos que se plantean durante el período de transición debido al elevado stock de bonos en circulación que no contienen tales modificaciones.

La experiencia de Argentina, una vez más, ilumina al mundo las previsiones que se deben tomar al realizar acciones cuya incidencia o repercusión escapan a la órbita de análisis local o nacional.

Bibliografía

- Braun, M. y Llach, L. (2005). *Macroeconomía argentina*. Buenos Aires: Ediciones Omega.
- Buchheit, L. (2014). A note on contract paleontology. *Capital Markets Law Journal*, 9(3).
- Cavallo, D. (2014). El fallo a favor de los fondos buitres es fruto de haber discontinuado la reestructuración ordenada de la deuda lanzada en noviembre de 2001. Disponible en www.cavallo.com.ar. Consulta: 12 de diciembre 2014.
- Cavallo, D. (2014). El primer error fue suspender los pagos, el segundo fue reestructurar la deuda sin inteligencia. Disponible en www.cavallo.com.ar. Consulta: 12 de diciembre 2014.
- Coy, P. (2014). What happens now that Argentina is in selective default?. *Bloomberg Businessweek*.
- Epstein, D. (2012). Las Re-estructuraciones de Deuda a lo Largo del Tiempo. Disponible en www.researchfortraders.com, Informe Económico. Consulta: 12 de diciembre 2014.
- Fattorelli, M. (2012). Más poder para la banca con la cláusula CAC. Auditoría Ciudadana de la Deuda, Brasil. Mimeo.
- Fernández Mendez de Andés, F. (2002). Reestructuración de la deuda soberana y flujos de capital hacia economías emergentes. Mimeo.
- Gelpern, A. y Weidemaier, M. (2013). Injunctions in sovereign debt litigation. *Yale Journal on Regulation*, 31.
- Hagan, S. (2005). Designing a legal framework to restructure sovereign debt. *Georgetown Journal of International Law*, 36(1), 299–402.
- IMF (2014). Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. IMF Staff Report. Disponible en <http://www.imf.org/external/pp/ppindex.aspx>. Consulta: 12 de diciembre 2014.
- Müller, A. (2013). Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina? CESP, FCE, UBA. Documento de Trabajo n° 32.
- Vuletin, G. (2014). Argentina in Default: Why 2014 is different from 2001. *Brookings Institution Up Front*. Disponible en: <http://www.brookings.edu/blogs/up-front/posts/2014/08/05-argentina-default-vuletin>. Consulta: 12 de diciembre 2014.

Registro bibliográfico

Buchieri, F. E. (2014). Default soberanos: la necesidad de reforma a la arquitectura financiera internacional a partir de la experiencia de Argentina. *Revista Ciencias Económicas*, 11(02), 63–74.