
La participación del sector privado en la resolución de crisis y enfoques para la reestructuración de la deuda soberana

Este artículo ha sido elaborado por Manuel S. Martínez, de la Dirección General de Asuntos Internacionales.

1. INTRODUCCIÓN

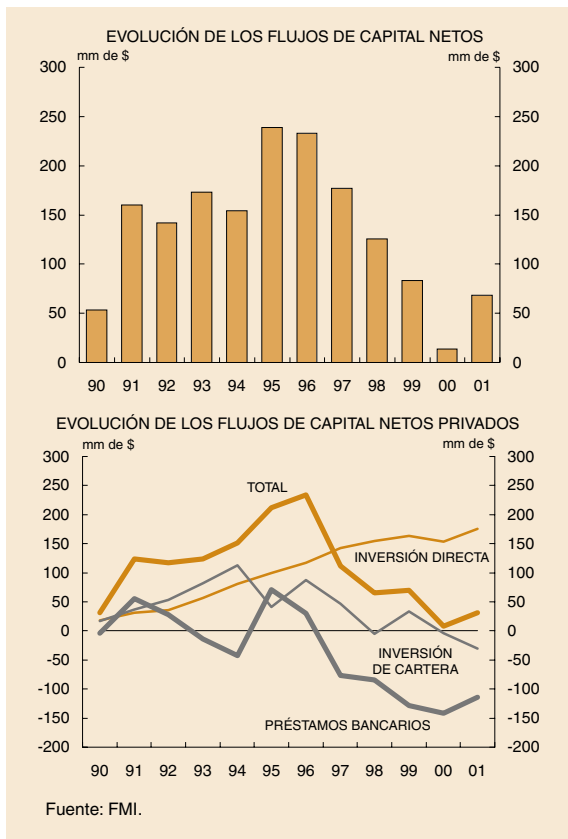
El rápido crecimiento de los flujos internacionales de capitales privados constituye uno de los aspectos más relevantes de la globalización financiera. No cabe duda de que los movimientos de capital han aportado grandes beneficios económicos, como el acceso al ahorro internacional por parte de los llamados mercados emergentes o la mejora en la asignación de los recursos y su aplicación a los usos más productivos, pero, a su vez, incrementan el riesgo de crisis financieras. El creciente volumen de entradas de capital en relación con el tamaño de las economías nacionales ha aumentado su vulnerabilidad a la pérdida de confianza de los inversores internacionales (gráfico 1).

Tras la crisis financiera de México en 1994, y de forma más clara tras las crisis asiáticas de 1996-97 y rusa de 1998, la comunidad financiera internacional ha centrado gran parte de sus esfuerzos en el estudio de reformas que permitan una mejor prevención y resolución de las crisis financieras. Esta necesidad se ha visto confirmada con las recientes crisis de Brasil (1999), Turquía (2001) y Argentina (2001) (ver cuadro 1).

En el campo de la prevención se ha avanzado en la transparencia en la formulación de políticas económicas y en la divulgación de datos económicos, en la adopción de códigos y normas de buenas prácticas internacionalmente aceptadas, en el fortalecimiento de la supervisión del sector financiero y en la creación de líneas de financiación preventiva contra el contagio, mediante la Línea de Crédito Contingente del FMI (Contingent Credit Line, CCL). Por lo que se refiere a la resolución de crisis, aunque se han diseñado algunos instrumentos, como el Servicio de Complementación de Reservas (Supplemental Reserve Facility, SRF), que permite acceder a recursos del FMI en situaciones excepcionales, el debate con más alcance, y también más controvertido, es el que se refiere a la participación del sector privado en la resolución de crisis financieras.

El objetivo que se pretende alcanzar es asegurar que el sector privado colabore en la resolución de las crisis financieras, en lugar de agravarlas con la retirada de sus inversiones, en tanto que el sector oficial inyecta nuevos fondos. Existen varias razones que justifican la necesidad de la participación del sector privado. Por una parte, el volumen de recursos necesarios para cubrir la brecha financiera en las

GRÁFICO 1

Economías emergentes

un Mecanismo para la Reestructuración de Deuda Soberana —MRDS—. El apartado tercero describe este nuevo mecanismo estatutario de reestructuración de la deuda: características básicas, funcionamiento, el papel que puede desempeñar la financiación del FMI, los órganos competentes, implantación legal y otras cuestiones aún pendientes de desarrollo. El apartado cuarto se centra en el examen de las Cláusulas de Acción Colectiva —CAC— y sus principales ventajas e inconvenientes para ordenar la reestructuración de deuda. El último apartado recoge las principales conclusiones.

2. EVOLUCIÓN Y ESTADO ACTUAL DE LA DISCUSIÓN. DEL «MARCO DE PRAGA» A LA PROPUESTA KRUEGER

En la reunión del FMI celebrada en Praga en septiembre de 2000, el Comité Económico y Financiero Internacional refrendó el marco para la participación del sector privado en la prevención y resolución de las crisis financieras. Este marco operativo, conocido como «Marco de Praga», postula una aproximación que sea a la vez transparente, flexible y que considere la especificidad de cada crisis dentro de un marco conocido y reglado. La participación del sector privado se escalona en un rango que va desde la colaboración voluntaria hasta, en casos extremos, su participación en reestructuraciones de deuda.

Con carácter general, el «Marco de Praga» manifiesta su preferencia por una participación del sector privado en la resolución de las crisis basada en acuerdos de mercado y voluntarios. La actuación de la comunidad internacional se basará en la evaluación del FMI sobre la capacidad de pago del país y en las expectativas de recuperación del acceso a los mercados.

En determinadas situaciones, la vuelta a los mercados financieros podrá conseguirse rápidamente mediante la combinación de financiación del FMI y la adopción de políticas de ajuste. En este caso, si la financiación del FMI en apoyo del país es cuantiosa y por encima de los límites normales de acceso a sus recursos, su concesión requerirá una justificación sustancial en términos de eficacia y falta de otras alternativas. En otras ocasiones, y con el fin de superar los problemas de coordinación entre acreedores, el énfasis deberá situarse en promover la participación voluntaria del sector privado.

En los casos en que la viabilidad de la recuperación del acceso a los mercados y la sostenibilidad de la posición exterior del país se consideran poco probables, cabe la adopción de

crisis actuales no puede ser asumido por los limitados recursos oficiales. Además, aun en el caso de ser posible, no sería deseable, ya que la expectativa de ser rescatados por el sector oficial podría incrementar el denominado riesgo moral, al no valorar adecuadamente el sector privado los riesgos asociados a sus inversiones y disminuir los incentivos para que los países deudores apliquen políticas económicas rigurosas.

Las reestructuraciones de deuda soberana constituyen uno de los aspectos más destacables en el debate sobre la participación del sector privado en la resolución de crisis financieras. Este artículo presenta los dos principales enfoques que la comunidad financiera internacional está estudiando en la actualidad para lograr que estas reestructuraciones se realicen de forma más ordenada, rápida y previsible: a) el enfoque estatutario, y b) el enfoque contractual.

El apartado segundo traza una panorámica de los principales elementos de discusión sobre la participación del sector privado en la resolución de las crisis financieras, que constituyen los antecedentes inmediatos a la reciente propuesta del Fondo Monetario Internacional sobre

CUADRO 1

Programas de ayuda en las últimas crisis

Miles de millones de dólares

	Méjico FEB-95	Tailandia AGO-97	Indonesia NOV-97	Corea DIC-97	Rusia JUL-98	Brasil DIC-98	Argentina SEP-01	Turquía NOV-01
Total	50,0	17,2	40,0	57,0	36,6	41,5	27,4	19,0
FMI	17,8	4,0	10,0	21,0	25,6	18,0	21,5	19,0
FMI (% cuota) (a)	688	505	490	1.938	557	600	814	1.560

Fuente: FMI.

(a) Cálculos referidos al importe de la cuota en la fecha de aprobación del programa.

un amplio espectro de acciones que contemple la posibilidad extrema de declarar una suspensión temporal de los pagos. En este contexto de acumulación de atrasos en los pagos a los acreedores privados, el FMI podrá continuar con su política de apoyo financiero al programa de ajuste del país miembro, siempre que este persiga una cooperación estrecha y bienintencionada con sus acreedores privados y cumpla con los otros requerimientos del programa.

Si bien se mantiene abierto el debate sobre gran cantidad de cuestiones relevantes en relación con este marco operativo, entre las que destacan el análisis de la sostenibilidad de la deuda y los criterios para el acceso a los recursos del Fondo Monetario Internacional, existe un amplio consenso sobre las acciones a tomar en los casos de países que tienen un perfil de deuda insostenible. En estas situaciones, la reestructuración de su deuda podría considerarse la solución más conveniente, mientras que la aplicación de grandes paquetes de ayuda no proporcionaría los incentivos adecuados.

Sin embargo, los países enfrentados a crisis financieras severas se muestran, en general, reticentes a iniciar procesos de reestructuración y retrasan esta decisión, lo que provoca frecuentemente la profundización de la crisis, el aumento de sus costes y la magnitud de los ajustes necesarios y, en fin, la dilatación del tiempo preciso para recuperar el acceso a los mercados de capitales.

Estos problemas se han visto agravados por el cambio experimentado en la década de los noventa, en la naturaleza de los instrumentos financieros en los que se han materializado los flujos de capital a los países deudores, al aumentar los valores negociables en detrimento de los préstamos bancarios sindicados, lo que, a su vez, ha producido una mayor diversidad y fragmentación en la comunidad de acreedores. Este proceso aumenta las dificultades para conseguir acuerdos de reestructuración que conduzcan a la sostenibilidad de la deuda, ante los problemas para conseguir una posición co-

mún de los acreedores —el denominado problema de acción colectiva—.

La existencia de acreedores que, en lugar de buscar una solución colectiva, intentan cobrar sus derechos lo antes posible o bien pretenden bloquear el plan de reestructuración en beneficio propio, entorpecen el desarrollo de un proceso ordenado. Si el deterioro de la situación financiera del deudor soberano lleva al incumplimiento de sus obligaciones antes de haber alcanzado un acuerdo de reestructuración, este compromiso puede verse dificultado por la acción de acreedores que intenten el cobro del total de su deuda a través de los tribunales.

La comunidad financiera internacional está interesada en hacer que los procesos de reestructuración se acometan, cuando sean necesarios, lo antes posible y de forma ordenada, salvando al mismo tiempo el problema de acción colectiva que se ha comentado. El objetivo, por tanto, es crear los incentivos adecuados para reestructurar la deuda insostenible de forma rápida y ordenada, protegiendo al mismo tiempo el valor de los activos y los derechos de los acreedores. A su vez, es vital mantener el principio de la obligatoriedad del cumplimiento de las obligaciones adquiridas.

En relación con lo anterior, conviene recordar que estos mismos problemas se han producido en la deuda no soberana y han sido resueltos de distinta forma en distintas jurisdicciones. Así, en el mercado de Londres, ante la imposibilidad de resolver las disputas que llevaron a la liquidación de compañías con problemas de liquidez, pero básicamente solventes, se optó por la inclusión de Cláusulas de Acción Colectiva en los contratos de emisión y, más concretamente, de Cláusulas de Acción Mayoritaria. Estas cláusulas permiten que una mayoría cualificada de acreedores pueda cambiar las condiciones de los títulos y así facilitar el proceso de reestructuración. En esta jurisdicción se deja en manos de los acreedores la forma en la que desean organizarse. En el mercado de Nueva York, por el contrario, se ha man-

tenido la necesidad de unanimidad entre los tenedores del título para el cambio de las condiciones de pago (principal, tipo de interés, fecha de amortización, divisa, etc.) establecidas en los contratos (1).

Si bien la deuda soberana tiene sus propias características y presenta importantes diferencias con la deuda no soberana, estos dos enfoques, contractual en el caso de Londres y estatutario o legal en el caso de Nueva York, vertebran las propuestas para resolver los problemas de reestructuración de deuda soberana.

En noviembre de 2001 Anne Krueger, primera directora gerente adjunta del Fondo Monetario Internacional, presentó la propuesta del FMI de un MRDS en un discurso pronunciado en el Club Nacional de Economistas de Washington. La propuesta se basa en el establecimiento de un marco legal internacional que permita a una mayoría cualificada de acreedores aprobar un acuerdo de reestructuración y conseguir que esta decisión sea vinculante para todos los acreedores. Su propuesta se engloba dentro del denominado enfoque estatutario y su presentación ha reavivado el debate y provocado diversas reacciones en las partes implicadas.

3. EL ENFOQUE ESTATUTARIO. EL MECANISMO PARA LA REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA SOBERANA

El MRDS es una propuesta aplicable a las situaciones de crisis en las que la deuda es realmente insostenible y, por tanto, la obtención de un perfil sostenible en el medio plazo pasa, inevitablemente, por la reducción de su valor actual neto y, consiguientemente, por su reestructuración. Se basa en el establecimiento de un marco centralizado apoyado en la aprobación de un estatuto, ley o acuerdo internacional, o en la modificación y ratificación de alguno de los ya existentes; de ahí su carácter estatutario o jurisdiccional.

El objetivo del mecanismo es crear los incentivos adecuados para que el deudor y sus acreedores lleguen a un acuerdo de reestructuración de forma ordenada y rápida, a la vez que

(1) Las limitaciones establecidas en la legislación estadounidense para la modificación de las condiciones de pago de los contratos de emisión en la deuda no soberana no son aplicables para los emisores soberanos, por lo que estos podrían emitir deuda que incluyera estas cláusulas. A pesar de ello, la inmensa mayoría de los títulos puestos en circulación por emisores soberanos bajo la ley de Nueva York no las incluyen.

se protegen los derechos de los acreedores y el valor de los activos.

3.1. Características básicas

Las características básicas del mecanismo propuesto por el FMI están fundamentadas en la legislación sobre insolvencias aplicable al sector privado, y son las siguientes:

- *Reestructuración por mayorías.* El mecanismo debe permitir que el acuerdo, alcanzado por la mayoría cualificada que se establezca, sea vinculante para la minoría disidente. Este es su elemento esencial.

Estas disposiciones ayudarían a dar confianza a los acreedores, ya que su voluntad de llegar a un acuerdo con el deudor no podría ser aprovechada por acreedores disidentes para intentar cobrar el total de sus créditos. El deudor soberano, por su parte, vería incrementada la posibilidad de alcanzar un acuerdo rápido de reestructuración y no se vería expuesto a litigios por parte de los acreedores contrarios al mismo.

Esta característica es también el elemento central de las denominadas Cláusulas de Acción Colectiva —CAC—, que se analizarán posteriormente. Sin embargo, mientras que las CAC son aplicables tan solo a la emisión que las contiene, y no, por tanto, al conjunto de los acreedores, el marco propuesto por el Fondo se aplicaría a todo tipo de crédito concedido al deudor soberano. Esto posibilitaría la solución del problema de acción colectiva que surge como consecuencia de la gran diversidad de acreedores privados.

- *Suspensión de la acción legal de los acreedores.* En caso de no llegarse a un acuerdo a tiempo para evitar el incumplimiento de las obligaciones del deudor, la suspensión temporal de las acciones legales evitaría que las reclamaciones de los acreedores en las jurisdicciones nacionales pudieran interrumpir las negociaciones encaminadas a la reestructuración de la deuda. La suspensión de las acciones legales abarataría la reestructuración a los países deudores y reduciría los incentivos para esperar innecesariamente, mientras que, simultáneamente, se evitaría que los acreedores compitieran por ser los primeros en reclamar sus derechos.
- *Protección de los intereses de los acreedores.* El mecanismo debería asegurar que los intereses de los acreedores son protegidos

adecuadamente durante el período de suspensión de las acciones judiciales. Para ello el deudor deberá evitar hacer pagos a acreedores no prioritarios, que pudieran disminuir los recursos disponibles para cumplir con sus obligaciones, y deberá adoptar políticas económicas adecuadas, que preserven el valor de los activos.

- *Financiación prioritaria.* El suministro de nuevos fondos por parte de los inversores privados, durante el período de suspensión de las acciones legales, podría ayudar a evitar el empeoramiento de las condiciones económicas y sería, por tanto, de interés para los acreedores en su conjunto. Para incentivar el suministro de estos recursos, el mecanismo podría establecer el carácter prioritario de estos acreedores frente a la deuda preexistente.

3.2. Funcionamiento del MRDS

Una vez que el deudor apela al MRDS, el posible funcionamiento del mismo se concreta en tres fases.

3.2.1. Activación del mecanismo y suspensión de las acciones legales

La solicitud de activación del MRDS, que llevaría aparejada la suspensión de las acciones legales en contra del deudor, solo puede realizarla el propio deudor. Su justificación radica en la necesidad de disponer de un plazo suficiente para alcanzar un acuerdo, sin la interferencia de procesos judiciales que pudieran arruinar el desarrollo de la negociación. El FMI contempla un período de noventa días para esta fase. En relación con quién autoriza o refrenda la activación solicitada por el deudor, caben tres opciones:

- a) La decisión la toman los acreedores por mayoría. Esta posibilidad tiene la ventaja de dejar en manos de los acreedores la decisión sobre una cuestión en la que son los principales afectados y sería similar al funcionamiento establecido en algunas cláusulas de acción colectiva. Sin embargo, en el contexto del MRDS, donde se considera el conjunto de la deuda soberana, la verificación de las reclamaciones de los acreedores, que tendría que realizarse previamente, llevaría un cierto tiempo, lo que retrasaría la decisión de activación. Para solventar el problema del retraso en la aprobación, se podrían estudiar algunas medidas, como la existencia de una organización permanente encargada del registro de las reclamaciones contra el deudor.

- b) El deudor declara la suspensión unilateralmente y se activa de forma automática un período de protección legal limitado de noventa días. Al final de ese período, serían los acreedores, una vez verificados sus derechos, los que decidirían. El posible abuso de este mecanismo, por parte de los países deudores, es su principal inconveniente. Como freno a este posible abuso, se argumenta que los países tomarían la decisión de utilizarlo únicamente tras pedir consejo al FMI. La declaración unilateral tendría la ventaja de posibilitar una rápida puesta en marcha del mecanismo.

- c) El FMI autorizaría la suspensión por un período de noventa días, tras los cuales los acreedores tendrían en sus manos la posibilidad de renovarlo o no. Esta opción tendría la ventaja de eliminar los problemas de lentitud mencionados en la opción a) y de abuso del mecanismo de la opción b). Sin embargo, entrañaría un papel quizás excesivo del FMI, institución que se vería involucrada en el proceso de decisión del MRDS, con el riesgo de aparición de posibles conflictos de intereses.

3.2.2. Mantenimiento de la suspensión de las acciones legales

Cabe la posibilidad de que deudor y acreedores no alcancen un acuerdo definitivo al finalizar el período normal de suspensión de las acciones legales. En estos casos, corresponde a los acreedores, mediante el voto por mayoría vinculante para todos ellos, la decisión de prolongar el período de suspensión y, en caso afirmativo, determinar por cuánto tiempo.

El principal problema que se plantea estriba en la posibilidad de que los acreedores denieguen al país deudor la prórroga de la suspensión, en la creencia de que así el FMI concederá más financiación o exigirá al país deudor mayor nivel de ajuste, soluciones ambas que conllevarían un menor coste para los acreedores, al menos a corto plazo. Los riesgos inherentes a esta situación pueden ser reducidos si el FMI crea los incentivos adecuados para la consecución de acuerdos entre las partes mediante la aplicación rigurosa de su política de acceso a los recursos.

3.2.3. Aprobación del acuerdo de reestructuración

La aceptación de la entrada en vigor del acuerdo de reestructuración podría dejarse exclusivamente en manos de los acreedores, que

lo aprobarían con la mayoría correspondiente, sin necesidad de la ratificación del FMI. Como respuesta al elemental temor de que el acuerdo alcanzado entre acreedores y deudor no suponga una reducción suficiente de deuda, el apoyo financiero del FMI puede desempeñar un papel central. Los recursos del Fondo se condicionarían a que el perfil de deuda resultante de la negociación fuera sostenible y compatible con el programa económico acordado con el deudor.

3.3. Otros aspectos del MRDS

3.3.1. Financiación dentro del mecanismo

La obtención de financiación nueva es imprescindible para que un país que se encuentra inmerso en una crisis financiera profunda recobre la normalidad. Suministrar financiación en este tipo de situaciones es ya una de las tareas fundamentales del FMI, con independencia del establecimiento del MDRS. La financiación prestada por el FMI, antes, durante y después de la aplicación del mecanismo, resulta crucial para la efectividad del mismo, ya que influye directamente sobre la sostenibilidad de la deuda y constituye un incentivo fundamental, tanto para los acreedores como para el deudor.

Otro aspecto relevante es el papel que la financiación privada desempeñaría dentro del MRDS, una vez activado. Su contribución se considera muy útil y, para incentivar su aportación, se ha propuesto conceder el *status* de acreedor preferente a aquellos inversores que suministren recursos para cubrir las necesidades financieras del país deudor durante el proceso de negociación. Por tanto, estos fondos no serían reestructurados.

3.3.2. Constitución de una entidad u órgano internacional para la resolución de disputas

Para dotar de una completa credibilidad y legitimidad al MRDS, este tendría que ser capaz de resolver las disputas que surgieran entre deudor y acreedores y entre estos últimos. Este papel podría ser desempeñado por un foro u órgano internacional para la resolución de disputas.

Ninguna instancia del FMI (Junta de Gobernadores, Directorio Ejecutivo, etc.) parece ser adecuada para desempeñar esta función, ya que el Fondo no dispone de los recursos ni de la experiencia necesaria, su concurso cuestionaría la imparcialidad del mecanismo y los acreedores privados podrían pensar que consideraciones políticas afectan a la toma de decisiones.

Los poderes que se podrían asignar al órgano internacional para la resolución de disputas serían de dos tipos: administrativos y resolutivos. Entre los primeros, correspondería a esa entidad la notificación a los acreedores de que el país deudor ha solicitado la activación del mecanismo, la identificación de las reclamaciones remitidas por los acreedores, la convocatoria y organización de las reuniones, el recuento de votos, etc. Cabría incluso la posibilidad de que una institución privada, independiente del órgano, administrara un registro permanente y voluntario de reclamaciones con riesgo soberano. Entre los poderes resolutivos, sería de su competencia la verificación de todas las reclamaciones y la tutela de la integridad del proceso de votación.

Todas las certificaciones emitidas por el órgano internacional para la resolución de disputas requerirían de un *status* legal que las refrendase y las hiciera vinculantes a todos los países miembros del FMI, sean o no parte del proceso de reestructuración considerado. Esto comportaría la entrada en vigor y el acatamiento de estas certificaciones en cada una de las respectivas legislaciones nacionales.

Se ha considerado la posibilidad de utilizar el Centro Internacional de Liquidación de Disputas de Inversiones [International Center for Settlement of Investment Disputes (ICSID)] como modelo para la constitución de una entidad internacional para la resolución de disputas en el contexto del MRDS. Este Centro fue creado en 1965, en virtud de un tratado internacional del que son signatarios 134 países miembros del Banco Mundial, y se encarga de la resolución de las disputas relativas a la inversión entre un Estado miembro y un nacional de otro Estado, que son sometidas a su arbitraje.

El Centro Internacional de Liquidación de Disputas de Inversiones presenta peculiaridades que podrían considerarse necesarias para una entidad como el requerido en el MRDS, entre las que podrían mencionarse su separación jurídica e independencia operativa o el carácter vinculante de sus laudos arbitrales ante los tribunales nacionales. Por el contrario, algunos aspectos de su funcionamiento podrían no ser aplicables, como, por ejemplo, el carácter voluntario de su jurisdicción, la naturaleza bilateral del procedimiento (Estado frente a un solo inversor) o el carácter confidencial del mismo.

3.3.3. Implantación legal del MRDS

Las opciones que se han discutido para la implantación legal del MDRS son: a) mediante la firma de un nuevo tratado internacional; b) a

través de la modificación de los Artículos del Convenio Constitutivo del FMI; c) mediante la modificación de las legislaciones nacionales.

Se argumentan varias razones por las cuales un mecanismo estatutario, como el propuesto por el FMI, tendría un desarrollo legal más efectivo a través del establecimiento de algún tipo de tratado internacional que mediante su incorporación a las legislaciones nacionales:

- Un tratado internacional evita que los acreedores inicien litigios en jurisdicciones distintas de aquellas donde la legislación reconoce el mecanismo estatutario.
- Un tratado internacional asegura la uniformidad en el texto legal y en su interpretación.
- Un tratado internacional entraría en vigor automáticamente en todas las legislaciones en el momento de su plena ratificación. Por el contrario, la ausencia de un tratado internacional fomenta que los países no incorporen el mecanismo a su legislación nacional hasta que otros países no lo hayan hecho previamente.
- Un tratado internacional facilita la constitución de una entidad para la resolución de disputas, como la descrita anteriormente, y da fuerza legal a sus certificaciones.

El FMI propone resolver la aprobación de este tratado internacional mediante la modificación de los Artículos de su Convenio Constitutivo. La principal ventaja que ofrece esta solución radica en que las enmiendas de los Artículos, cuya aprobación requiere el voto favorable de 3/5 de sus miembros (110 países) que representen el 85% del poder de voto total, son vinculantes para todos los Estados miembros de este organismo. En otras palabras, se podría conseguir una implantación universal sin ser necesaria la unanimidad en su aprobación.

3.3.4. Algunos temas pendientes

Existen aspectos muy relevantes que aún deben ser estudiados con más detalle dentro del MRDS, entre los cuales pueden mencionarse los siguientes:

- ¿Qué acreedores verían sus créditos sujetos al MRDS? El Fondo considera que sus derechos, así como los de los bancos multilaterales, no deberían ser incluidos dentro del MRDS, dado el papel especial de su financiación, que se otorga en situaciones de crisis y goza de la consideración de acreedor privilegiado. Por lo que se refiere a los

acreedores oficiales bilaterales, cuya deuda se reestructura en la actualidad a través del Club de París, aún debe avanzarse en el estudio de la viabilidad de su inclusión dentro del MRDS.

- ¿Qué deuda se vería sujeta al MRDS? Especial atención y dificultad reviste el tratamiento de la deuda interna dentro del mecanismo. Con el desarrollo e integración de los mercados financieros, la distinción entre deuda interna y deuda externa se ha complicado y su definición debe clarificarse. La clasificación podría realizarse en función de criterios muy variados, como la residencia del inversor, la ley que gobierna las emisiones, la divisa en que están emitidas, etc. Esta caracterización sería irrelevante si consideramos que en el MRDS debe ser tratado todo tipo de deuda, mientras que si no es así sería imprescindible una definición precisa. Por otra parte, la gran variedad de tipos de deuda que se tratarían dentro del MRDS haría particularmente relevante el mantenimiento de la equidad de trato entre los acreedores. Si esta equidad no se mantuviera dentro de márgenes aceptables podría haber acreedores que se mostrarán reacios a la reestructuración, y la negociación podría fracasar.

4. EL ENFOQUE CONTRACTUAL. LAS CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA

El enfoque contractual comparte los mismos objetivos que el MRDS: lograr que las reestructuraciones de deuda sean más fáciles y ordenadas. Sin embargo, en este caso el camino propuesto para lograrlo es mediante la inclusión de CAC en los contratos de deuda. Estas cláusulas son disposiciones que pueden contener los contratos y que facilitan la negociación entre el deudor y sus acreedores en el caso de que aquel no pueda hacer frente a sus obligaciones y se vea en la necesidad de renegociar sus términos o reestructurar.

Las CAC más frecuentes son las siguientes:

- *Cláusulas de acción mayoritaria.* Establecen la posibilidad de que una mayoría cualificada de acreedores pueda acordar el cambio de las condiciones financieras del contrato y hacer que esta decisión vincule a todos los acreedores, dentro del mismo título, se haya producido o no el fallo en el cumplimiento de las obligaciones del deudor. Como ya se ha mencionado en el desarrollo del MRDS, esta disposición evita la actuación de los acreedores disidentes.

- *Cláusulas de no-aceleración.* Permiten a una mayoría cualificada de tenedores limitar la capacidad de los acreedores individuales para hacer valer sus derechos frente al deudor soberano, restringiendo, bien su capacidad para declarar vencido y pagable el importe total de la deuda, o su capacidad para comenzar acciones legales contra él. Evita la posibilidad de que un pequeño volumen del crédito pueda litigar durante el período de negociación.
- *Cláusulas de representación colectiva.* Facilitan la obtención de mayorías, al permitir que los titulares del crédito deleguen en representantes. También pueden establecer el mecanismo para coordinar las discusiones entre los tenedores y el deudor.
- *Cláusulas de reparto.* Desincentivan el recurso a los tribunales al obligar a los acreedores que hayan obtenido el pago de sus derechos por esta vía al reparto de lo obtenido con el resto de acreedores del título.

Como ya se ha explicado, la jurisdicción inglesa adoptó este mecanismo para la solución de los problemas de acción colectiva. Sin embargo, gran parte de la deuda soberana se emite bajo la ley de Nueva York, donde, a pesar de no existir impedimentos legales para el uso de CAC, no se utilizan, y se requiere unanimidad de los acreedores para el cambio de las condiciones de pago de los contratos.

No existe una única propuesta de enfoque contractual propiamente dicha, sino opiniones favorables a la utilización de estas cláusulas como método para resolver los distintos problemas a los que se enfrentan las reestructuraciones de deuda soberana. Por tanto, dentro del denominado enfoque contractual, se engloban distintas propuestas.

4.1. Ventajas, inconvenientes e incentivos

Las principales ventajas de las CAC son las siguientes:

- Pueden solventar los problemas de acción colectiva y la posible oposición de acreedores contrarios al acuerdo.
- Pueden resolver el problema de los litigios a través del establecimiento de mínimos y cláusulas de reparto.
- A diferencia del MRDS, cuyo ámbito de aplicación se circunscribe a las situaciones de insostenibilidad de la deuda, las Cláusulas de Acción Colectiva son también útiles para la resolución de crisis financieras de liqui-

dez y aplicables a situaciones en las que no resulte imprescindible la reducción del valor actual neto de la deuda.

- Los mercados tienen el control del proceso, circunstancia que, lógicamente, resulta mucho más aceptable para los participantes en estos mercados.

Por lo que a los problemas o desventajas de las CAC se refiere, se pueden considerar los siguientes:

- Las CAC tan solo vinculan a los tenedores de cada título individual, pero no al conjunto de los acreedores y, por tanto, no facilitan una reestructuración global de la deuda. A este problema se le denomina «de agregación».
- En la actualidad, tan solo se están aplicando a las emisiones de bonos y no a otros tipos de deuda (préstamos bancarios, etc.).
- Las CAC pueden incluirse en las nuevas emisiones y contratos, pero existe una gran cantidad de títulos vivos que no las contienen, en muchos casos con vencimientos a largo plazo. Esto plantea un «problema de transición» al nuevo sistema, que puede requerir mucho tiempo.
- Su aplicación debería ser universal, para evitar la búsqueda de jurisdicciones de países donde no se apliquen.
- Incluso si fuera posible la unificación del lenguaje utilizado en las cláusulas, no podría garantizarse la uniformidad en su interpretación y aplicación en las distintas jurisdicciones.

Para resolver el problema de agregación se ha propuesto la inclusión de nuevas cláusulas, conocidas como Super-CAC o Meta-CAC, que estipulen la necesidad de que el acuerdo de renegociación / reestructuración sea aprobado por una mayoría cualificada de todos los tenedores privados de una categoría determinada de deuda soberana (préstamos bancarios, bonos, etc.). Esta propuesta no parece tener muchas posibilidades de prosperar, ya que presenta dificultades legales y de aceptación. Como solución al problema de transición se propone la emisión de nueva deuda, que incluya Cláusulas de Acción Colectiva, que sustituiría mediante una permuta (*swap*) a la gran cantidad de deuda soberana viva que no las contiene.

Aunque la utilización de Cláusulas de Acción Colectiva ha recibido en diversas ocasiones cierto apoyo oficial, hasta ahora muy pocos Es-

tados soberanos las han incluido en sus emisiones. Conviene recordar que, en última instancia, la decisión sobre su inclusión y aceptación recae finalmente en los participantes del mercado, emisores e inversores.

Mientras que la postura de los inversores privados, manifestada a través de sus organizaciones más representativas, ha variado sustancialmente en los últimos años, pasando de la oposición a cualquier intento por forzar la utilización de CAC al apoyo a iniciativas que promuevan su uso, los emisores de países emergentes continúan mostrándose reacios a su inclusión en los contratos. Los países emergentes temen que las Cláusulas de Acción Colectiva dificulten y encarezcan la financiación que obtienen en los mercados de capitales (2). Prefieren no utilizarlas, como una muestra de su compromiso con el cumplimiento de sus obligaciones. Por ello, con independencia de las insuficiencias y problemas técnicos, ya mencionados, la promoción de su uso se ha revelado como una de las dificultades más importantes a superar.

En la búsqueda y análisis de los incentivos que podrían utilizarse para salvar las reticencias para el uso de las CAC, se están considerando los siguientes:

- *Incentivos de tipo financiero*: tales como una rebaja del tipo de interés cobrado por el FMI en sus facilidades financieras a los países que las incluyan o un aumento para los que no las usen, o bien condicionar la financiación del FMI a su inclusión o conceder mayor acceso a los recursos del Fondo (un límite superior en la cantidad que se puede conceder) a los países que las incorporen.
- *Incentivos de tipo regulatorio o legal*: que la inscripción en los mercados de bonos y capitales se condicione a su utilización, o bien que su uso sea obligatorio para los miembros del FMI, modificando los Artículos de su Convenio Constitutivo.
- *Persuasión para su uso*: que se fomente la homogeneización de las cláusulas a utilizar, o su inclusión en las emisiones de países industrializados, o de un grupo seleccionado de países emergentes, para salvar el problema de que ningún país quiera ser el primero en introducir las CAC.

(2) Los estudios realizados para analizar el efecto que produce la inclusión de CAC sobre los costes de emisión de los países prestatarios apuntan a que su uso no ha supuesto un incremento sistemático de estos costes. Algunos de estos análisis sugieren que los emisores de mayor calidad que las utilizan pagan un diferencial de tipo de interés menor, mientras que los de menor calidad pagan un cierto premio.

5. CONCLUSIONES

En los casos de crisis financieras graves, con problemas de sostenibilidad de la deuda soberana, la comunidad financiera internacional se ha visto obligada a decidir entre diseñar un programa de ayuda que cubriera la brecha financiera externa del país y permitiera recuperar sus inversiones a los acreedores privados, con el consiguiente riesgo moral, o arriesgarse al desencadenamiento de un proceso desordenado de incumplimiento de las obligaciones del país, con consecuencias potencialmente graves para la economía y posibles efectos sistémicos (contagio a otros países) en algunos casos.

No es nueva la discusión sobre cómo debe acometer un país la reestructuración de su deuda, sin dilaciones innecesarias que empeoren su situación, cuando la resolución de la crisis pasa irremediamente por este proceso. La reciente propuesta del FMI para el establecimiento de un marco legal internacional de reestructuración de deuda soberana ha reavivado este debate y ha servido para incrementar los esfuerzos en la búsqueda de soluciones a los problemas de acción colectiva, de organización y coordinación de los acreedores, que se presentan en este tipo de situaciones.

Las propuestas de mecanismos de reestructuración intentan crear un marco ordenado y predecible, en el que acreedores y deudores se vean incentivados, si la deuda es insostenible, a la apertura de un proceso negociador que lleve a acuerdos de reestructuración. En caso contrario, la alternativa es enfrentarse a una situación desordenada de impago de las obligaciones del deudor.

Una posibilidad es el establecimiento de un marco legal internacional que cumpla los requisitos básicos para el funcionamiento del sistema —esencialmente, la vinculación de todos los acreedores a los acuerdos alcanzados por la mayoría— y deje en manos del deudor y sus acreedores la toma de decisiones. Bajo este mecanismo, la resolución de disputas correspondería a un órgano internacional. Este sistema estatutario, además de hacer vinculantes para todos los acreedores los acuerdos logrados entre una mayoría de ellos y el deudor, contempla la suspensión temporal de la capacidad para emprender acciones legales contra este último, la protección de los derechos de los acreedores y la adopción de medidas para favorecer la aportación de nuevos fondos por parte del sector privado.

La puesta en marcha de esta propuesta presenta considerables dificultades y aún quedan por determinar puntos básicos de su funciona-

miento, como la mejora del análisis de la sostenibilidad de la deuda y la determinación de los tipos de deuda que abarcaría el mecanismo. Además de las cuestiones técnicas, debe tenerse en cuenta la dificultad que supone alcanzar el amplio consenso político internacional que implica la aprobación de este tipo de acuerdos internacionales. Posiblemente, la forma más sencilla para su implantación sería la modificación de los Artículos del Convenio Constitutivo del FMI, que exigiría, en todo caso, la aprobación por una mayoría del 85% del poder de voto.

Una aproximación distinta es el denominado enfoque contractual, que engloba una serie de propuestas basadas en la inclusión de Cláusulas de Acción de Colectiva en los contratos. Estas disposiciones, habituales en las emisiones según la ley inglesa, facilitan la negociación ordenada en las reestructuraciones, al vincular al acuerdo a los acreedores disidentes y permitir solventar los problemas derivados de las acciones legales contra el deudor. Una de las principales peculiaridades de las propuestas contractuales es que el control de todo el proceso se encuentra en manos del deudor y sus acreedores, sin que sea necesaria la intervención o constitución de un órgano internacional.

Sin embargo, para poder cumplir eficazmente con el objetivo de crear un marco más ordenado y predecible, el enfoque contractual debe resolver tanto el problema de agregación (las CAC solo vinculan a los tenedores del título que las contiene y no al conjunto de acreedores) como el problema de transición (una gran cantidad de títulos vivos no las incluyen). Además, es necesario encontrar los incentivos adecuados para que las Cláusulas de Acción Colectiva sean efectivamente utilizadas en los contratos.

Parece existir un cierto consenso en la comunidad financiera internacional en torno al carácter complementario de los enfoques estatutario y contractual. Así, la implantación de las Cláusulas de Acción Colectiva podría ser considerada un objetivo a medio plazo, mientras se continúa trabajando en el desarrollo del MRDS como objetivo a largo plazo.

Entre tanto, conviene tener presente los avances realizados hasta el momento para la participación del sector privado en la resolución de crisis financieras y continuar el estudio y desarrollo de los instrumentos disponibles dentro del Marco de Praga. En concreto, debe favorecerse una mejor y más eficiente coordinación entre el deudor y sus acreedores, en el caso de que surjan problemas en los pagos. En aquellas situaciones extremas, en las que se considere necesaria la declaración de la suspensión de pagos del deudor, sería preferible que esta fuera acordada con

sus acreedores de forma voluntaria y no establecida unilateralmente. Por otra parte, la financiación concedida por el FMI, en este contexto de retrasos en los pagos, puede desempeñar un importante papel para incentivar la aplicación de los ajustes y medidas económicas adecuadas y favorecer una resolución más ordenada de las suspensiones de pagos.

10.7.2002.

BIBLIOGRAFÍA

- EICHENGREEN, B. y PORTES, R. (1995). «Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors», Center for Economic Policy Research, Londres.
- EICHENGREEN, B. (2000). «Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts Be Reduced?», Geneva Reports on the World Economy, Special Report 1, agosto.
- EMERGING MARKETS CREDITORS ASSOCIATION *et al.* (2002). «Consensus on Crisis Management and Sovereign Debt Restructuring. Market-Based Principles Agreed by Major Global Associations», 11 de junio.
- G-7 (2002). «Group of Seven Action Plan», 20 de abril. Disponible en la página web de la Universidad de Toronto: <http://www.g7.utoronto.ca/g7/finance/fm022004.htm#action>.
- G-10 (1996). «The Resolution of Sovereign Liquidity Crises. A report to the Ministers and Governors prepared under the auspices of the Deputies», mayo. Disponible en la página web del BIS: <http://www.bis.org/publ/gten03.pdf>.
- IMF (1999). «Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises», Washington D.C., 17 de marzo.
- IMF (2001). «Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises. Restructuring International Sovereign Bonds», Washington D.C., 11 de enero.
- IMFC (2000). «Communique of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund», Praga, 24 de septiembre, IMF Press Release No. 00/54.
- IMFC (2002). «Communique of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund», Washington D.C., 20 de abril, IMF Press Release No. 02/22.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2002). «Action Plan: Strengthening Emerging Markets Finance», 22 de abril.
- KRUEGER, A. (2001). «International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring». Intervención en el National Economists' Club, Washington D.C., 26 de noviembre.
- (2002). «New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An update on our thinking». Intervención en el Institute for International Economics, Washington, D.C., 1 de abril.
- (2002). «Sovereign Debt Restructuring and Dispute Resolution». Intervención en la Reunión Anual del Comité de Bretton Woods, Washington D.C., 6 de junio.
- ROUBINI, N. (2000). «Bail-In, Burden Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the private Sector. A Primer: Evolving definitions, Doctrine, Practice and Case Law», Stern School of Business, New York University, septiembre.