



Problemas del Desarrollo. Revista

Latinoamericana de Economía

ISSN: 0301-7036

revprode@servidor.unam.mx

Universidad Nacional Autónoma de México

México

Macías Vázquez, Alfredo

La reestructuración de la deuda soberana: multilateralismo, acción colectiva y canje  
Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía, vol. 39, núm. 155, octubre-diciembre, 2008, pp. 53-76  
Universidad Nacional Autónoma de México  
Distrito Federal, México

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=11820123004>

- ▶ Cómo citar el artículo
- ▶ Número completo
- ▶ Más información del artículo
- ▶ Página de la revista en [redalyc.org](http://redalyc.org)

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

# LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA: MULTILATERALISMO, ACCIÓN COLECTIVA Y CANJE

Alfredo Macías Vázquez\*

Fecha de recepción: 23 de junio de 2008. Fecha de aceptación: 2 de septiembre de 2008.

## Resumen

*En este artículo se revisa la agenda multilateral relacionada con la búsqueda de procedimientos para la reestructuración de la deuda soberana. En primer lugar se analiza el Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana propuesto por el FMI en 2002 desde diferentes ámbitos: los derechos de los acreedores, la solución de controversias y la protección de los recursos nacionales. En segundo lugar, se abordan otros dos tratamientos para renegociar la deuda externa: las cláusulas de acción colectiva y, tomando como referencia la experiencia argentina, los canjes de deuda. Estas últimas opciones se han aplicado en mayor medida, sin embargo asistimos a un escenario donde los factores coyunturales de orden político y económico tendrán un peso significativo en la resolución de las crisis por incumplimiento de pagos.*

*Palabras clave: reestructuración de la deuda, cláusulas de acción colectiva, canje de deuda, arbitraje y legislación sobre insolvencia.*



## Summary

*This article reviews the multilateral agenda related to the search procedure for restructuring sovereign debt. To begin with it analyzes the Sovereign Debt Restructuring Mechanism proposed by the IMF in 2002 from different points of view: creditor rights, the solution of controversies and the protection of national resources. Secondly, it deals with two other ways of renegotiating external debt: collective action clauses and –taking as a reference the Argentine experience –debt exchanges. The latter options have been applied to a greater extent. However, we are in a scenario where the immediate factors of a political and economic order will have a significant weighting in the resolution of the crisis through non-fulfillment of payments.*

*Key words: debt restructuring, collective action clauses, exchange of debt, arbitration and legislation on insolvency.*

\* Investigador del Departamento de Historia e Instituciones Económicas, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Santiago de Compostela. Correo electrónico: amacias@usc.es.

**Résumé**

*Dans cet article, il est procédé à l'examen de l'agenda multilatéral en matière de recherche de procédés pour restructurer la dette souveraine. En premier lieu, le Mécanisme de Restructuration de la Dette Souveraine proposé par le FMI en 2002 est analysé sous différents angles: les droits des créanciers, la solution des controverses et la protection des ressources nationales. En second lieu, deux autres moyens de renégocier la dette externe sont considérés: les clauses d'action collective et, en prenant comme référence l'expérience argentine, les échanges de dette. Ces dernières options ont été appliquées dans une plus grande mesure, cependant nous nous trouvons face à un scénario où les facteurs conjoncturels d'ordre politique et économique auront un poids significatif dans la résolution des crises pour défaut de paiement.*

*Mots clés: restructuration de la dette, clauses d'action collective, échange de dette, arbitrage et législation en matière d'insolvabilité.*

**Resumo**

*Neste artigo se revisa a agenda multilateral relacionada com a procura de procedimentos para a reestruturação da dívida soberana. Analisa-se, primeiramente, o Mecanismo de Reestruturação da Dívida Soberana proposto pelo FMI em 2002 desde diferentes âmbitos: os direitos dos acredores, a solução de controvérsias e a proteção dos recursos nacionais. Em segundo lugar, estudam-se outros dois tratamentos para renegociar a dívida externa as cláusulas de ação coletiva e tomando como referência a experiência argentina, as trocas de dívida. Essas últimas opções foram maiormente aplicadas, todavia observamos um cenário onde os fatores importantes de ordem política e econômica terão um peso significativo na resolução das crises por não cumprimento de pagamentos.*

*Palavras chave: reestruturação da dívida, cláusulas de ação coletiva, troca de dívida, arbitragem e legislação sobre insolvência.*



### Introducción

**E**n la última década las instituciones financieras internacionales han hecho un considerable esfuerzo para dotarse de una nueva estrategia que les permita enfrentar los problemas derivados del endeudamiento externo de los países en desarrollo, teniendo en cuenta los cambios en el entorno financiero internacional y la diferenciación creciente que experimentan las naciones de renta media y de bajos ingresos a la hora de insertarse en el mismo (Herman, 2003). De manera sintética, podemos identificar tres grandes frentes en el desarrollo de esta nueva estrategia. En primer lugar, las iniciativas multilaterales para el alivio de la deuda externa, que permitieron enfrentar un problema de insolvencia estructural en los países de bajos ingresos después de una prolongada agonía en las finanzas públicas de esos Estados. Dichas iniciativas multilaterales, la Iniciativa *Heavily Indebted Poor Countries* (HIPC) y la *Multilateral Debt Relief Initiative* (MDRI), han permitido con todas sus limitaciones y sus condicionalidades una reducción significativa del monto y del servicio de la deuda de esas naciones, lo que ha hecho posible —en un contexto de crecimiento económico— una mayor aportación de recursos fiscales a la lucha contra la pobreza en los mismos (AIF y FMI, 2006; AIF y FMI, 2007).

En segundo lugar, si se tiene en cuenta que las naciones pobres que se han beneficiado del alivio de la deuda experimentan cambios en su inserción externa, que gradualmente les permite renovar su acceso —hasta ahora vedado— a los mercados financieros internacionales, lo importante ahora es evitar que dichos países se vuelvan a endeudar demasiado. Para ello, el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) iniciaron la revisión de su instrumental analítico para evaluar la sostenibilidad de la deuda externa. Durante la primavera de 2005, el BM y el FMI dieron a conocer su nueva propuesta, el Marco de Sostenibilidad de la Deuda (DSF, por sus siglas en inglés), que ha sido posteriormente reforzado (BM y FMI, 2006). La finalidad del DSF sería ayudar a que las naciones pobres por sí mismas identificasen las vulnerabilidades relacionadas con los nuevos procesos de endeudamiento, y después las mismas pudiesen ser tomadas en cuenta en la formulación de sus políticas económicas. A pesar de que diversos análisis críticos cuestionan el enfoque de sostenibilidad de la deuda que mantienen las instituciones financieras internacionales (Macías, 2008), el DSF buscaría servir de guía a los países pobres a la hora de movilizar financiación para sus necesidades de desarrollo y al mismo tiempo prevenir en lo posible una acumulación excesiva de deudas en el futuro.

En tercer lugar, además de aliviar la carga de la deuda y de prevenir su acumulación excesiva, las instituciones financieras internacionales han venido desarrollando

también un debate en torno a las medidas posibles para resolver las inevitables crisis de sobreendeudamiento, cuando se ha verificado una situación de incumplimiento en los pagos. Dentro de estas posibles estrategias, destaca la búsqueda de procedimientos para la reestructuración de la deuda soberana, a la que los países —independientemente de sus niveles de ingreso— deben de hacer frente cuando incurren en problemas de insolvencia.

En este trabajo nos centraremos en este tercer aspecto.<sup>1</sup> En primera instancia, abordaremos las razones que hacen necesario este debate sobre los procedimientos para la reestructuración de la deuda soberana. A continuación, plantearemos las propuestas desarrolladas por el FMI en este campo. Los tres siguientes apartados profundizan en este análisis, tomando como referencia aspectos críticos de los procesos de reestructuración de deuda que pueden dar lugar a planteamientos alternativos parciales, como ocurre en los casos de la legislación sobre insolvencias y de los mecanismos de arbitraje. Luego nos preguntaremos sobre la posibilidad de utilizar las cláusulas de acción colectiva como opción a los procedimientos multilaterales de reestructuración. En seguida nos centraremos en el “megacanje” argentino posterior al incumplimiento de pagos de diciembre de 2001 por sus repercusiones en la evolución de este debate. Antes de las reflexiones finales, intentaremos ofrecer una panorámica sobre los cambios que en este terreno se viven en América en los últimos años.

*¿Por qué es necesario un debate sobre los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana?*

Cuando un país acumula una carga insostenible de deuda, debe reestructurar sus obligaciones, es decir, necesita reducir el valor neto actualizado respecto al valor nominal de las mismas. Sin embargo, las naciones deudoras afectadas suelen mostrarse resistentes a tal posibilidad, ya que incluso una reestructuración ordenada y acordada con sus acreedores internos y externos podría perjudicar gravemente a

<sup>1</sup> Nos centraremos en el análisis de los sistemas de reestructuración de las deudas soberanas frente a acreedores privados, por lo cual nos concentraremos en mayor medida en las economías emergentes, que han tenido la capacidad de obtener créditos en los mercados internacionales de capital. No obstante, un pequeño número de países de bajos ingresos, como los centroamericanos, que han completado sus programas de asistencia en el marco de las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda, podrían hipotéticamente verse también beneficiados en el futuro por este tipo de medidas.

la economía nacional y sobre todo a su sistema bancario. Por ello, los gobiernos deudores con frecuencia recurren a medidas de emergencia que pretenden evitar la reestructuración, lo que en realidad termina empeorando la situación. De igual manera, son conscientes de que una reestructuración desordenada, o la declaración misma de insolvencia, podría obstaculizar su acceso a los mercados de capital durante años, dando lugar posiblemente a una prolongación de los problemas económicos. En consecuencia, los países con niveles elevados de endeudamiento acostumbran a esperar demasiado tiempo antes de hacer frente a la necesaria reestructuración, lo que termina dañando los propios intereses nacionales y, en un sentido diferente, los de la comunidad financiera internacional.

Durante la crisis de los años ochenta, los problemas derivados de las reestructuraciones fueron limitados, y perjudicaron sobre todo a los países deudores más que a las entidades acreedoras. Entre otros factores, la presencia de un número de grandes acreedores relativamente escaso, la contratación de préstamos sindicados que disuadieron los procesos de litigación y el deseo de los grandes bancos de mantener buenas relaciones con los gobiernos de las naciones deudoras, para asegurarse rentables negocios en el futuro, crearon las condiciones para un tipo de proceso de reestructuración de características muy diferentes a las actuales. Por lo regular se trataba de reestructuraciones ordenadas que tomaban cierto tiempo, pero que en contrapartida afectaron de manera negativa la evolución del crecimiento económico (como sucedió en América Latina con la llamada “década perdida”), además de terminar implicando consecuencias sociales todavía no superadas.

Ya en la década los ochenta y sobre todo en la de los noventa los países comenzaron a recurrir intensamente a la emisión de bonos, en lugar de los préstamos bancarios, para obtener financiación. Como resultado, la base acreedora disponible para los prestatarios soberanos, en particular de los mercados emergentes, sería más amplia, lo cual ha redundado en beneficio de la eficiencia y la diversificación del riesgo entre los agentes que participaban en los mercados financieros. Sin embargo, los acreedores privados son cada vez más numerosos, anónimos y difíciles de coordinar. Cuando se procede a una reestructuración, a diferencia de las entidades bancarias, los nuevos acreedores normalmente no poseen relaciones con los gobiernos deudores. Por otra parte, sus intereses son más diversos, y sobre todo tienen más incentivos para actuar como *free-riders* buscando, incluso por la vía judicial, la forma de asegurarse el pago con su prestatario original. Para complicar más las cosas, la gran variedad de instrumentos de deuda y la diversidad de jurisdicciones en las que se emiten los títulos de deuda agravan el problema.

Los factores críticos mencionados se retroalimentan, pues el comportamiento lento y errático con el que se desempeñan los países deudores ante las operaciones de reestructuración obedece en buena medida a la presencia conjunta de una creciente complejidad de los títulos financieros junto con la gran diversidad de la base acreedora. Lamentablemente, *el sistema financiero internacional no dispone de un marco jurídico sólido y vinculante para la reestructuración ordenada y previsible de la deuda soberana, lo que incrementa aún más el costo de una hipotética cesación en los pagos*. En tales casos, la comunidad internacional es confrontada con una rígida disyuntiva: entre interrumpir la asistencia financiera oficial y dejar que el país siga hundiéndose hasta llegar a un incumplimiento unilateral, potencialmente contagioso; o el rescate de los acreedores privados, y contribuir a alentar las situaciones de riesgo moral entre los mismos.

A comienzos de esta década, el FMI inició un debate dirigido a la creación de un marco que facilitase la reestructuración equitativa de la deuda y que permitiera a su vez crear las condiciones posibles para el crecimiento económico sostenible, sin que por ello se creasen incentivos que aumentaran de manera involuntaria el riesgo de incumplimiento (Krueger, 2001). El establecimiento de un sistema de reestructuración de la deuda soberana beneficiaría a todas las partes, pues reduce la intensidad de las perturbaciones económicas y, por otro lado, permite conservar el valor de los activos. En líneas generales, disminuiría el riesgo que implica otorgarle un crédito a países en desarrollo, reduciéndose en consecuencia el costo de acceso al mercado de estos países. En última instancia, una reestructuración más previsible suscitaría corrientes de capital más estables hacia las economías en desarrollo, en la medida en que se despeje la incertidumbre respecto a las medidas de renegociación de la deuda (Krueger, 2002a).

En septiembre de 2002, el FMI lanzó su propuesta respecto a la aplicación de un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (SDRM, por sus siglas en inglés) para ser considerada durante el periodo siguiente. El objetivo fundamental del SDRM consistiría en proporcionar los incentivos adecuados, tanto a los acreedores como a los deudores, para reestructurar las deudas soberanas en las mejores condiciones posibles, de manera ordenada y oportuna, y en consecuencia reducir la carga de endeudamiento, aunque sea sólo de manera parcial. Específicamente, el SDRM brindaría la base jurídica para que los acreedores pudieran tener acceso a esta posibilidad. De esta forma, un buen funcionamiento del SDRM permitiría mejorar la eficiencia y la estabilidad del sistema financiero en el ámbito internacional. Sin embargo, aunque fue una propuesta respaldada de manera institucional, misteriosamente ha sido desplazada de la agenda multilateral. Casi desde 2004, ningún organismo internacional

hace referencia al SDRM, a pesar de que ciertos elementos de la propuesta, como veremos, han cobrado un dinamismo independiente.<sup>2</sup>

### *Las aproximaciones del FMI al problema de la reestructuración de la deuda*

Como lo demuestra la experiencia, establecer incentivos para una reestructuración ordenada, oportuna en el tiempo, seguramente será una labor prolongada y compleja, dados los poderosos incentivos que tanto acreedores como deudores tienen al buscar otro tipo de opciones. Ante esta situación, el FMI desarrolló una doble aproximación para enfocar los problemas asociados con el procedimiento para la reestructuración de la deuda de los países. Mediante una primera aproximación legal, que sería propiamente donde se insertaría el debate sobre el malogrado establecimiento del SDRM, se crearía un marco jurídico internacional con el cual una mayoría especial de acreedores (no el FMI) podría alcanzar un acuerdo de reestructuración con los gobiernos deudores y elaborar los términos del mismo, de tal forma que fuesen legalmente vinculantes para todas las partes. Para que pudiese ser aplicable a todos los acreedores, sería necesario adoptar de manera paralela un instrumento de arbitraje mediante una norma legal de carácter universal. Una segunda aproximación de carácter contractual la abordaremos más adelante. La misma conllevaría un uso más ambicioso de las cláusulas generales de reestructuración —denominadas cláusulas de acción colectiva— que se utilizan en la emisión de bonos, y que limitarían la capacidad del acreedor disidente de bloquear la reestructuración de una emisión individual, cuando dicha reforma es apoyada mayoritariamente.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Es difícil identificar claramente cuáles pueden ser las razones del abandono formal de esta iniciativa, teniendo en cuenta su firme respaldo inicial. Seguramente, ha sido la convergencia de un cúmulo de intereses contrarios de diversos actores de la comunidad internacional lo que ha permitido cerrar prematuramente la discusión. En primer lugar, los países más poderosos económicamente han podido presionar su retirada del debate, en la medida que dicho mecanismo ponía límites al actual predominio de sus legislaciones nacionales ante problemas de insolvencia en países terceros. En segundo lugar, los acreedores privados podrían ver con inquietud que, al reconocer el derecho de los países deudores a aplazar los pagos del servicio de la deuda, el SDRM terminase erosionando sus derechos. Por último, los países deudores advertirían consecuencias perversas en el aplazamiento temporal del pago del servicio de la deuda, ya que quedarían atados de pies y manos al veredicto de una liquidación negociada, que podría poner en peligro su soberanía sobre los recursos y los activos nacionales.

<sup>3</sup> En realidad, emparentado con esta segunda aproximación, existe un tercer enfoque, basado en acuerdos de carácter voluntario o semivoluntario, que serían los canjes de deuda.

En el caso de la aproximación legal, cuando se empieza a debatir la propuesta del SDRM no se contaba con la aplicación previa de ningún modelo, y lo que más se podría parecer en el ámbito del tratamiento jurídico de la insolvencia, la legislación nacional referida a las quiebras empresariales, se veía limitada como experiencia a seguir por las peculiaridades que presentan los procesos de endeudamiento de los Estados soberanos. A pesar de ello, el FMI ha venido defendiendo que si se adaptan correctamente algunas de las características que se presentan en las leyes mercantiles sobre la insolvencia de las empresas se podrían incorporar en el diseño del SDRM. Entre ellas, podemos citar las siguientes (FMI, 2003):

- *Reestructuración por parte de la mayoría.* Los acuerdos alcanzados entre el Estado soberano y una mayoría especial de los acreedores serían vinculantes para todos los acreedores. Los acreedores minoritarios no estarían en facultades de oponerse a tales acuerdos, ni para hacer cumplir los contratos originales.
- *Disuadir litigios.* El mecanismo alentaría a los acreedores a no tratar de realzar su posición mediante litigios perturbadores durante el proceso de reestructuración. Aunque no se establece una suspensión automática de los derechos de dichos acreedores, lo que sí se determina es que cualquier monto recuperado por un acreedor, como resultado de un proceso judicial, se debería restar de los derechos de cobro adquiridos bajo la reestructuración mayoritariamente acordada.
- *Protección de los intereses del acreedor.* Todo mecanismo de reestructuración de la deuda soberana deberá incluir salvaguardas que ofrezcan una garantía adecuada a los acreedores de que se protegerán sus intereses durante la negociación.
- *Negociación de buena fe.* Los acreedores tendrán la certeza de que el deudor aplicará las medidas destinadas a proteger el valor de sus títulos de crédito y a limitar las perturbaciones económicas, en la medida que el comportamiento de los países deudores en este plano está vinculado con la posibilidad de obtener apoyo financiero del FMI.
- *Transparencia.* Se ayudará a los acreedores a informarse sobre el tratamiento que están recibiendo otros acreedores durante el proceso de reestructuración.
- *Financiamiento prioritario.* Con el fin de propiciar financiamiento adicional para facilitar el mantenimiento de la actividad económica, así como para proteger el propio proceso de reestructuración, se podría excluir de la reestructuración un monto específico de nueva financiación, si dicha exclusión es apoyada por una mayoría especial de los acreedores.

- *Solución de controversias.* Se establecería un foro para resolver las controversias que pudiesen surgir durante el proceso de votación o de verificación de los créditos.

Es importante señalar que las leyes domésticas de algunos países miembros del FMI no proporcionan una base legal clara que permita que los derechos de las minorías sean modificados sin su consentimiento. Por tanto, la aproximación legal requeriría una reforma universal de las leyes nacionales, lo cual supondría un compromiso de enorme envergadura, políticamente casi imposible de alcanzar (Chandrasekhar, Ghosh y Francis, 2003). Sólo el FMI podría vincular de manera obligatoria a las naciones con un tratado supranacional. La ruta sugerida para aplicar esta norma obligatoria sería enmendar los artículos del acuerdo del FMI, que otorgara el poder a una mayoría calificada de acreedores para alcanzar tratados con los países deudores vinculando a los disconformes. Esta opción requeriría el voto afirmativo de 85% de los miembros del organismo financiero internacional, lo cual sería bastante improbable de alcanzar. Tal vez fuese preferible indagar en otras posibles opciones, como la reforma de las leyes nacionales de insolvencia en ciertas jurisdicciones estratégicas, antes de elegir un camino que podría involucrar el riesgo de un fortalecimiento excesivo del poder del FMI.<sup>4</sup>

#### *Las críticas de los acreedores privados y el problema de la pertinacia*

La mayor parte de los prestamistas, sean entidades bancarias o tenedores de bonos, desconfía de este tipo de aproximación. Su principal inquietud es que, al reconocer el derecho de los países deudores al aplazamiento temporal de los pagos del servicio de la deuda, se terminen erosionando sus derechos como acreedores. En un plano semejante, se ha presentado una fuerte resistencia por parte de los acreedores privados para renunciar obligatoriamente a la posibilidad de litigar, lo que se piensa incrementará el riesgo moral y la indisciplina económica de los países deudores. Por otro lado, los

<sup>4</sup> Según las autoridades del organismo multilateral, en el caso del SDRM no se preveía que el FMI asumiese nuevas facultades jurídicas, en la medida que las decisiones serían tomadas entre el país deudor y la mayoría de los acreedores y, en su caso, por un foro de solución de controversias independiente. El FMI defiende que sus funciones se desarrollarían en otro plano, más bien se encontrarían relacionadas con el análisis de sostenibilidad de la deuda y la valoración de la política económica en los países endeudados.

acredores privados sostienen que al permitir compaginar una situación de incumplimiento en los pagos con el acceso a nueva financiación, se terminaría con la hasta ahora más poderosa fuerza disuasiva que impedía el incumplimiento. En consecuencia, éste sería menos costoso y más frecuente y, como resultado, la emisión de bonos sería contratada en menor medida por los acreedores. Por su parte, el FMI sostenía que su planteamiento fortalecería los derechos de la mayoría de los acreedores en detrimento de los disidentes individuales, resultando por tanto que no se reducen los derechos de la totalidad. Los tenedores de bonos podrían beneficiarse de incumplimientos del pago de la deuda menos costosos para ellos, ya que un acuerdo predecible aseguraría que el valor de los bonos descendería en menor medida.

Entre sus objetivos, la aproximación legal debería evitar el *problema de la pertinacia*, esto es, cuando los acreedores se resisten a renunciar a sus derechos de cobro según los contratos originales (Krueger, 2003). Se trata de un problema sumamente agudo antes de una situación de incumplimiento, pues en este periodo los acreedores todavía confían en la posibilidad de seguir recibiendo pagos conforme a las condiciones originales de sus contratos. Es probable que sea menos agudo después de producirse el incumplimiento, cuando se reducen las opciones disponibles para los acreedores, sobre todo para aquellos que no les interesa proceder por la vía judicial. No obstante, el problema puede agravarse durante este periodo, pues los éxitos judiciales recientes de algunos acreedores, como el caso Elliot contra la República de Perú, pueden incrementar los incentivos para que otros emprendan esta misma vía (Morazán, 2003). La posibilidad de que los acreedores que se resisten puedan asegurar de todas maneras pagos futuros de la deuda reestructurada y de que terminen recibiendo un tratamiento más favorable que los acreedores que colaboran, supone una poderosa distorsión de los incentivos a participar ordenadamente en el proceso de reestructuración y, en última instancia, puede desbaratar los esfuerzos dirigidos a alcanzar una reestructuración basada en la mutua colaboración.

En su defensa, debemos señalar que el SDRM no preveía la suspensión automática de los procedimientos tendentes a hacer efectivos los derechos de los acreedores. Lo que realmente implicaría el SDRM sería una redistribución de las facultades de los acreedores a título individual, confiriéndolas a una mayoría de los mismos, como ocurre con las cláusulas de acción colectiva. En realidad, el SDRM contenía muchos instrumentos de salvaguardia, entre otras razones para prevenir abusos, dar adecuada transparencia al proceso de votación y preservar el orden de precedencia de los créditos. En caso de rechazar este tipo de aproximación legal, de lo que deben ser conscientes los acreedores es de que los problemas de coordinación y de acción colectiva

de un conjunto heterogéneo de acreedores implica una serie de “fallos del mercado” que provocan importantes pérdidas. Si estos fallos se corrigen con la aplicación de un marco legal o contractual, aumentará el valor de los títulos de crédito para beneficio de los acreedores.

Por otra parte, es infundado el temor de los acreedores respecto a que la aplicación de una aproximación de este tipo supondría una mayor inclinación de los países deudores a recurrir a las reestructuraciones, pues éstas seguirán constituyendo una opción costosa para los mismos. La perspectiva de una crisis económica y el consiguiente deterioro de la reputación de la nación en los mercados internacionales de capital hacen que los países se sientan renuentes a acudir a sus acreedores para una posible reestructuración (y mucho menos un incumplimiento) de sus obligaciones de pago del servicio de la deuda.

En el fondo, los acreedores privados están preocupados por la posibilidad de que el FMI utilice la aproximación legal como instrumento para recortar su margen de libertad, demandando que los prestamistas privados realicen mayores esfuerzos cuando los gobiernos deudores enfrenten problemas. Esta preocupación surge del hecho adicional de que el SDRM proponía un tratamiento desigual de los acreedores, al excluir a los acreedores bilaterales agrupados en el Club de París y a los acreedores multilaterales del proceso de compartir las cargas. Por su parte, el Club de París defiende su opción de quedarse fuera de un mecanismo de este tipo, al afirmar que su manera de actuar es más predecible y eficiente que la de los acreedores privados, lo cual genera menos problemas a la hora de tratar la reestructuración de la deuda soberana. No obstante, incluso reconociendo este dudoso argumento, permanece sin responder a la razón de fondo que subyace en la necesidad de una legislación internacional sobre insolvencias de los países deudores que haga posible que los acreedores sean tratados equitativamente y permitir una solución de conjunto al problema. Realmente si fuese suficiente con reestructurar la deuda del sector privado, Ecuador, donde los acreedores privados suscribieron 45% de los títulos de deuda en el marco del Plan Brady, no habría incumplido de nuevo sus obligaciones en 1999 (Chandrasekhar, Ghosh y Francis, 2003).

Por su parte, el FMI y el BM sostienen que no son entidades comerciales en búsqueda de oportunidades rentables al momento de conceder préstamos. De hecho, suelen otorgar crédito precisamente cuando otros acreedores se muestran reacios a facilitarlo, y a tipos de interés inferiores a los que aplicaría el sector privado. Ahora bien, como sabemos, la concesión de estos créditos suele estar condicionada a la aplicación de ciertas políticas económicas, que tienen como objetivo principal que los países deudores atiendan sus obligaciones financieras y, en segundo lugar, que los

países endeudados continúen en condiciones de atraer financiación privada. Por tanto, debe existir una cierta congruencia entre las condiciones financieras de dichas políticas y el nivel de reestructuración mutuamente acordado entre los deudores y los acreedores. En realidad, *la reestructuración acordada, así como el respaldo financiero de los organismos multilaterales y las medidas de ajuste aplicadas, deben formar parte de un todo coherente para conseguir que el país recupere un nivel sostenible de endeudamiento.*

***¿Cómo contrarrestar la pérdida de soberanía de los países deudores sobre sus recursos y activos nacionales?***

Dadas las características de la aproximación legal, posiblemente la pérdida de soberanía implícita y explícita sería mayor para los países deudores que la erosión de sus derechos para los acreedores, contrariamente a lo que nos querría hacer creer la comunidad acreedora. Con el nuevo mecanismo, los procesos de reestructuración de la deuda soberana estarían condicionados por la existencia de un marco normativo en el ámbito internacional.

Hasta ahora los países deudores obtenían aplazamientos en el pago de los servicios de la deuda si sus gobiernos seguían las políticas dictadas por el FMI, que tenían como objetivos fundamentales la protección del valor de los activos y la restauración del ritmo de crecimiento económico para pagar la deuda. Con la aplicación del SDRM, en principio el FMI no tendría la intención ni la capacidad para interferir en las relaciones entre los deudores y los acreedores, sólo mantendría su influencia sobre el proceso dentro del cual la reestructuración será negociada, excluyendo el resultado. Sin embargo, los acreedores retendrían el derecho a juzgar si las políticas adoptadas por los deudores durante el proceso de reestructuración son apropiadas.

En el fondo, lo que está en discusión con la aproximación legal es en qué medida se puede trasladar al ámbito de la legislación internacional la relación entre los acreedores y los países deudores, en el sentido de presentarla como si se tratase de relaciones entre empresas dentro de un contexto nacional, donde una gran mayoría de legislaciones estatales garantiza que existen algunos activos que pueden ser liquidados para amortizar al menos una porción significativa de la deuda. A nadie se le escapa qué consecuencias podría tener esto si, en el marco de una hipotética reestructuración, los países deudores se ven condicionados en el proceso de negociación bajo la amenaza de ser obligados a poner en venta sus recursos nacionales, ya sean activos del sector público o reservas minerales o petrolíferas, como un medio de liquidar ciertos tramos de la deuda.

De manera paradójica, el derecho que el FMI concede a los países deudores para un aplazamiento temporal en el pago de los servicios de la deuda, mientras se negocia la reestructuración, podría implicar consecuencias perversas para los deudores, atándoles de pies y manos para alcanzar una liquidación negociada, que podría implicar la pérdida de una cierta cantidad de activos y recursos nacionales. *En nombre de mejorar los mecanismos de reestructuración para resolver las crisis financieras es posible que soterradamente lo que se esté articulando es un proceso mucho más sutil de transferencia de recursos del sur al norte*, que en última instancia se trataría de un proceso más relacionado con el sometimiento estructural de la economía real a la financiera (Salama, 1999:72-76).

Esta cuestión de la pérdida de soberanía sobre los recursos nacionales, por medio del proceso de reestructuración de la deuda soberana propuesto por el FMI, plantea la necesidad de buscar opciones de carácter normativo que logren atenuar este tipo de presiones sobre los países que padecen deudas insostenibles. Si se tiene en cuenta que en este terreno la propuesta del SDRM se basa en la ley estadounidense sobre insolvencias, más concretamente en su capítulo undécimo referente a las quiebras empresariales, Raffer propone desde años antes que se tome el capítulo noveno de dicha ley, relativo a la insolvencia de los municipios, como modelo alternativo para abordar la bancarrota de los Estados deudores (Raffer, 1993).

El capítulo noveno regula la insolvencia de los municipios, con una clara protección de las entidades locales. La intervención de los acreedores en la esfera gubernamental, escenario tan recurrente en los países deudores, es rechazada como anticonstitucional en dicho capítulo. Por otra parte, el mismo contiene reglas explícitas para limitar el poder de la corte de justicia, impidiendo que pueda afectar a las propiedades o los ingresos del deudor, cuya suerte dependerá enteramente de la voluntad y el consentimiento de la municipalidad deudora. También se especifica que la presión por hacer cumplir las obligaciones crediticias no puede detener la provisión de los servicios esenciales que afectan al bienestar de la población, ni tampoco puede eliminar los límites que los municipios tienen para fijar impuestos, al punto de ver reducida la calidad de vida de sus habitantes. La justicia puede confirmar un plan de reestructuración sólo si incorpora un acuerdo justo y equitativo para lograrlo. Además, durante el proceso de negociación entre los acreedores y el municipio deudor tanto los empleados municipales como los contribuyentes tienen el derecho de defender sus intereses.

Una regulación de las bancarrotas internacionales basada en el capítulo noveno equilibraría los intereses entre los países deudores y los acreedores. Más aún, los pueblos afectados por las negociaciones de reestructuración tendrían la capacidad de expresar un

punto de vista sobre las políticas económicas que deberían ser aplicadas para asegurarse de que la carga del ajuste estructural no va a caer enteramente sobre ellos.

***Los tribunales de arbitraje en la resolución de los conflictos en el marco del SDRM***

En su fallida aproximación a la reestructuración de la deuda soberana, el FMI era consciente que necesitaba presentar el SDRM de tal manera que resultase creíble y legítimo a la hora de resolver las disputas entre los acreedores, y entre éstos y el país deudor. Por otro lado, se dio cuenta también que este papel legítimo y neutral no podría ser jugado por la dirección de la institución, no sólo por carecer de la experiencia necesaria, sino porque se podría llegar a pensar que sus decisiones serían influidas por el hecho de que el FMI suele ser un importante acreedor y, además, mantiene una representación tanto del deudor como del acreedor bilateral en sus organismos de dirección. Por todo ello, el FMI propuso también el establecimiento de un foro para la resolución de conflictos, una vez que el SDRM fuese puesto en funcionamiento.

Para el FMI, la función principal de este tribunal de arbitraje sería la administración básica de las reclamaciones de los acreedores, de forma similar a como una corte doméstica gestiona las quiebras empresariales. Es decir, después de notificar a los acreedores que el deudor hubiese solicitado la activación del SDRM, se dedicaría a identificar las reclamaciones de los acreedores, publicar las fechas, los lugares y los procedimientos para la votación, etcétera. La segunda función del foro sería la resolución de las disputas entre los acreedores, o entre los acreedores y el deudor. Por una parte, al verificar las reclamaciones, ya que los acreedores podrían estar interesados en presentar reclamaciones ficticias que podrían ser utilizadas para manipular el proceso de votación, o bien podrían enfrentarse respecto al valor de las reclamaciones y la garantía que les asegura. Además garantizaría la integridad del proceso de votación.<sup>5</sup>

Según el organismo multilateral, este foro se establecería de forma tal que operaría de manera independiente. Sin embargo, no tendría autoridad para desafiar las decisiones de la dirección ejecutiva del FMI, incluyendo las relacionadas con la adecuación de las políticas propuestas o la asistencia financiera proporcionada a los países con deudas insostenibles. Además, no tendría autoridad para anular las decisiones de la mayoría

<sup>5</sup> Esta cuestión podría revestir una importancia crítica si las reclamaciones tienden a ser agrupadas por instrumentos para propósitos de la votación misma, dada la posibilidad de colusión entre el deudor y ciertos acreedores en la misma (Krueger, 2002b).

cualificada de acreedores en cuestiones tales como las condiciones de la reestructuración o la duración de un aplazamiento. En realidad, el papel del foro para la resolución de conflictos sería exclusivamente reactivo. Sólo certificaría que el voto de los acreedores ha tenido lugar en sintonía con los requisitos del procedimiento, y sus dictámenes se basarían en las decisiones de la mayoría de los acreedores. Por tanto, el FMI y dicha mayoría serían la autoridad final efectiva en el proceso de resolución de disputas. Dejar al foro de resolución de conflictos sin la posibilidad de ejercer una autoridad independiente es una declaración nada ambigua de poner en marcha una institución de escaso perfil, bajo la influencia de poder del FMI (Chandrasekhar, Ghosh y Francis, 2003).

Acerca de la selección de sus miembros, el FMI ha defendido la constitución de un foro con los siguientes principios: independencia, competencia, diversidad e imparcialidad. Según la institución multilateral, se podrían alcanzar con los siguientes pasos (Krueger, 2002b):

- Paso 1.* Cada miembro del FMI podría nominar un candidato, quien debe estar nacionalizado en el país nominador. Ello garantizaría la diversidad geográfica, la tradición legal y la experiencia profesional, haciendo lo posible para asegurar la inclusión de integrantes de naciones tanto acreedoras como deudoras. A la par, al solicitar la nominación directamente a los Estados miembros se aseguraría la independencia respecto a la dirección ejecutiva del FMI.
- Paso 2.* Un comité calificado e independiente de personalidades eminentes sería establecido por la dirección ejecutiva para revisar las nominaciones y, posteriormente, recomendar una lista menor para ser seleccionados.
- Paso 3.* La relación de personas recomendadas por el comité sería luego aprobada por la Asamblea de Gobernadores, que votarían la lista en bloque. Si es rechazada, tendría que comenzar el proceso de nuevo.
- Paso 4.* Los miembros elegidos para el foro de resolución de conflictos elegirían entonces un presidente entre ellos, con obligaciones específicas para supervisar las funciones y las operaciones del foro.
- Paso 5.* Cuando un caso sea encargado al foro, tres integrantes serán seleccionados para el jurado por el presidente, que tendrá especial cuidado en asegurarse de que los miembros con intereses específicos en los conflictos no puedan participar.

Por tanto, se sugiere el establecimiento de jurados *ad hoc* para ser diseñados a partir de un *pool* permanente que será seleccionado anteriormente (paso 3), y sólo

será convocado en el contexto de un conflicto (paso 5). Como se puede observar, el *pool* permanente se basaría en un proceso previo de ratificación, cuyos integrantes serían en realidad elegidos, mediante un comité designado por la dirección ejecutiva del FMI, de entre un grupo representativo de países miembros de la institución financiera (paso 2). De forma prepotente, y haciendo “oídos sordos” a las críticas de que no es un organismo neutral y no puede esperarse por tanto que actúe como un árbitro independiente, el FMI se ha reservado ahora el derecho de establecer a su propia dirección ejecutiva como el eje central del mecanismo de resolución de conflictos.

Como objetivo adicional, el foro de resolución de conflictos certificaría las decisiones importantes efectuadas por el deudor y la mayoría de los acreedores, incluyendo las relativas a las condiciones finales de la reestructuración. Estas certificaciones necesitarían un estatus legal que les permitiera ser vinculantes para todos los países miembros, como si se tratase de las sentencias de una corte nacional. Sin embargo, el FMI deja claro que la validez de dichas certificaciones estaría basada sólo en las decisiones tomadas por una mayoría calificada de los acreedores. Con razón, las organizaciones no gubernamentales han demandado de manera alterna el establecimiento de una corte neutral de arbitraje (Jubilee USA Network, 2003). Sin embargo, el FMI no ha llegado a considerar ninguna de estas propuestas, adaptándose en los hechos a las críticas presentadas por los acreedores privados (Krueger, 2002c).

En esta línea de concesión al bando acreedor, el FMI terminó por retroceder ante su propia propuesta original, al invalidar el derecho de los deudores al aplazamiento automático del pago de los servicios de la deuda, que representaba uno de los pocos elementos positivos del SDRM. Se sustituyó por la aplicación de una cláusula de integración de activos a la masa común, similar a la regla de transferencia del derecho sucesorio, que mantendría el derecho al litigio de los acreedores. De manera adicional, el FMI nos sorprendió con una medida complementaria: que el deudor requeriría, por medio del foro de resolución de conflictos, de una corte fuera de su jurisdicción para aplazar medidas específicas, si se determinase que las acciones por parte de un acreedor litigante socavaban seriamente el proceso de reestructuración. Otra vez el foro de resolución de conflictos vería condicionada su autoridad a la aprobación de los acreedores (Raffer, 2003).

***Las cláusulas de acción colectiva:  
¿opción o complemento a una aproximación legal?***

Las cláusulas de acción colectiva se aplican desde hace años a las emisiones individuales de bonos, aunque la mayor parte de dichas emisiones no contienen cláusulas

de este tipo. En general, estas cláusulas permiten a una determinada mayoría de tenedores de una emisión de bonos convenir en una reestructuración de cumplimiento obligatorio para todos los tenedores de bonos de esa emisión. Al impedir la presencia de acreedores que se resistan en este tipo de emisiones específicas, dichas cláusulas terminan facilitando cualquier reestructuración necesaria. Por esta razón, el FMI promueve su utilización por parte de todos los países miembros, ya que además representaría una mejora en relación con la situación actual de ausencia de mecanismos alternativos. Sin embargo, en una reestructuración general, esta manera de enfrentar el problema plantea ciertos inconvenientes, pues requeriría de decisiones por separado de los tenedores de bonos de cada emisión individual. En el caso de que los acreedores ligados a una determinada emisión no aceptasen una oferta de reestructuración, tendrían el derecho de promover judicialmente la satisfacción de sus intereses en los tribunales del país bajo cuya legislación se emitieron los instrumentos de deuda respectivos (FMI, 2002).

Los diversos puntos de vista difieren sobre los méritos relativos de estas cláusulas respecto a una aproximación legal de carácter global, pero en el fondo ambas pueden ser más complementarias que competitivas (Krueger, 2002b). Por un lado, la legal se aplicaría al saldo total existente de la deuda soberana, incluidos los instrumentos en que no se prevea expresamente una acción colectiva. Por otro, la misma permitiría reestructurar, mediante una votación única, múltiples instrumentos de deuda por medio de la agregación de los votos de los acreedores que sean tenedores de instrumentos de deuda participantes. En otras palabras, se permitiría tanto al deudor como a los acreedores actuar como si la totalidad de esa deuda se rigiera por una cláusula única de acción colectiva.

Ciertamente, en el contexto de las cláusulas de acción colectivas referidas a cada emisión individual se presenta una dificultad importante a la hora de formular un enfoque contractual de carácter agregado. Por el contrario, la aproximación legal permitiría desarrollar funciones que las cláusulas de forma independiente no pueden desempeñar, por ejemplo la aprobación mayoritaria de una nueva línea de financiación que limitase el alcance de las perturbaciones económicas durante el proceso de reestructuración. Además, un marco legal supranacional entraría en vigor para todos los países y se eliminaría la posibilidad —que sí se da en el caso de las cláusulas de acción colectiva— de que el mercado interprete como señal de mayor probabilidad de reestructuración a aquellos países que se animen a incorporar este tipo de condiciones contractuales.

No obstante, en algunos casos, como los de Ecuador o Ucrania, se lograron reestructurar ordenadamente las deudas, sin que se percibiese la necesidad de poner

en marcha instrumentos como el SDRM (Olivares y Arora, 2003). Aunque se debe considerar que los casos citados presentaban algunas características especiales que no se dan por lo regular. Por ejemplo, en Ecuador se utilizó intensamente una técnica innovadora conocida como “consentimiento de salida”. Esta innovación es el resultado de las limitaciones existentes en la reestructuración de bonos Brady y eurobonos sujetos a la legislación estadounidense, que requieren el consentimiento unánime de todos los tenedores de bonos para modificar las condiciones de pago. Aunque los bonos ecuatorianos no disponían de cláusulas de acción colectiva para enmendar las condiciones de pago, las demás cláusulas sí podían ser enmendadas con una mayoría simple. Así, Ecuador modificó ciertas condiciones convirtiendo los bonos en menos atractivos, en tanto que ofreció incentivos sobre los nuevos instrumentos para que los acreedores aceptasen su propuesta de canje.

Por otro lado, en Ucrania se utilizó un mecanismo híbrido que combinó una propuesta de canje para todos los instrumentos con el uso innovador de las cláusulas de acción colectiva en tres de las series de bonos. De las cuatro series emitidas, una estaba sujeta a la ley alemana y no consideraba dichas cláusulas, por lo que se reestructuró en un solo paso con una propuesta de canje por los nuevos bonos. A los tenedores de las otras tres series —sujetos a la ley luxemburguesa que sí preveía el uso de cláusulas de acción colectiva— se les ofreció cambiar sus bonos por otros nuevos en una reunión cuya convocatoria fue condicionada por el gobierno ucraniano a la obtención del porcentaje necesario para introducir las reformas propuestas al prospecto de los viejos bonos. Con posterioridad a dicha reunión, los tenedores canjearon sus documentos cuyos términos y condiciones habían sido modificados por los nuevos bonos que ya incluían estos mismos términos y condiciones. Además, al gobierno de Ucrania se le autorizó introducir otras modificaciones a los términos sin tener que contar con el expreso consentimiento de los tenedores, por lo que se consiguió unificar las cuatro series de bonos en sólo dos con los mismos términos y condiciones, cuya única diferencia fue la moneda de emisión y el monto de los intereses.

### *El “megacanje” de deuda tras la crisis económica argentina*

La crisis argentina de 2001-2002 ha influido de manera notable en la suerte que al final ha corrido este nuevo ímpetu reformista del FMI y el BM. En particular la crisis argentina tuvo una repercusión directa en la suerte del debate sobre los mecanismos de reestructuración de la deuda soberana (Krueger, 2002b), pero además ha vuelto a poner en evidencia que los problemas estructurales de insolvencia en el pago de la deuda se pueden generar en países que están aplicando políticas económicas de-

fendidas por las instituciones multilaterales, lo que ha terminado por provocar una reflexión más profunda en los organismos financieros multilaterales sobre cómo reforzar el marco analítico para prevenir los niveles insostenibles de endeudamiento (BM y FMI, 2006).

Por varias circunstancias, la crisis argentina se convirtió en un acontecimiento determinante en la gestación de la nueva agenda multilateral. Los procesos que condujeron a la situación de incumplimiento en los pagos<sup>6</sup> y las características novedosas de la reestructuración posterior de la deuda soberana representan también razones suficientes para centrar nuestra atención en la experiencia argentina. La reestructuración tuvo lugar en un momento crítico de las relaciones entre el país latinoamericano y el FMI, cuya mayor singularidad del caso fue que el proceso de reestructuración se desarrolló sin la injerencia del organismo multilateral. Se trató de un proceso donde el gobierno argentino se relacionó directamente con el sector privado. El FMI ni siquiera auditó las proyecciones financieras del gobierno argentino, que fundamentaban la sostenibilidad de las propuestas de canje de deuda. Es la primera vez que esto ocurre en el sistema financiero internacional desde los años setenta, lo que además es significativo por la magnitud de la deuda implicada y sobre todo por el volumen de la quita, la mayor en la historia económica moderna (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).

Por varias razones, los acontecimientos argentinos pusieron al FMI en una situación difícil,<sup>7</sup> que en cierta manera fue aprovechada por el gobierno de Néstor Kirchner para desarrollar su propuesta posterior del “megacanje” de la deuda.<sup>8</sup> Como ya mencionamos en el apartado anterior, los canjes de deuda representan un mecanismo de reestructuración emparentado con las cláusulas de acción colectiva, basado en acuerdos entre los acreedores y los gobiernos deudores de carácter voluntario o semi-voluntario. En el caso argentino, a pesar de las continuas presiones de los organismos

<sup>6</sup> En primer lugar, en diciembre de 2001 la magnitud del incumplimiento en las obligaciones de pago por parte del gobierno argentino batió un récord histórico internacional, siendo acompañado de un abandono del régimen de convertibilidad que había mantenido una paridad fija entre el peso argentino y el dólar estadounidense desde 1991. En segundo lugar, a diferencia de lo que había ocurrido en Corea del Sur e Indonesia hasta la crisis de 1997, el FMI había respaldado programas económicos en Argentina durante toda la década precedente, además de sostener contra todo tipo de críticas la permanencia de dicho régimen.

<sup>7</sup> El FMI se vio obligado a realizar una evaluación de su gestión en Argentina, lo cual es también inédito en la historia del organismo (Oficina de Evaluación Independiente, 2004).

<sup>8</sup> Una información más completa sobre las razones de la reestructuración y de las propuestas que se comentan a continuación puede consultarse en Damill, Frenkel y Rapetti (2005).

multilaterales y de los centros financieros, los primeros pasos del gobierno para la reestructuración de la deuda vencida se dieron mucho más adelante del estallido de la crisis, en septiembre de 2003 (Kulfas y Schorr, 2003). En el marco de la Asamblea Anual del FMI y el BM en Dubai, el gobierno argentino presentó los principales lineamientos de una propuesta de reestructuración. La *propuesta de Dubai*, como así fue conocida, estableció una oferta homogénea a todos los tenedores de bonos y títulos públicos emitidos hasta diciembre de 2001. Se reconocía un monto de deuda de casi 87,000 millones de dólares, lo que dejaba fuera un volumen importante de intereses vencidos y no pagados. Sobre este monto se fijaba una quita de 75%, de acuerdo con lo cual los nuevos títulos alcanzarían un valor máximo de 21,750 millones. En la propuesta, se planteaba emitir tres tipos de bonos de libre elección (Par, Cuasi-Par y Discount), que variaban en sus condiciones financieras. Además, los nuevos títulos incorporaban la posibilidad de que los tenedores fuesen premiados con un cupón que reportaría una renta adicional cuando la economía creciese por encima de una determinada tasa.

Además de que la propuesta era incompatible con el nivel de superávit fiscal primario que se había pactado con el FMI, la reacción de los mercados financieros fue de claro rechazo a la misma. Se sostenía que Argentina estaba en condiciones de realizar una propuesta mejor y que para ello se debía comprometer un mayor esfuerzo fiscal. El FMI presionó de diversas maneras al gobierno y, en junio de 2004, unos meses después de que los ministros de finanzas del G-7 declarasen que Argentina debía dar muestras de un mayor compromiso, el gobierno realizó una nueva propuesta en Buenos Aires.

La *propuesta de Buenos Aires* buscaba acercar las posiciones con los acreedores. Se mantuvo como deuda elegible la definida en Dubai, pero los nuevos títulos alcanzarían un valor sustancialmente mayor: de 38,500 millones de dólares, en caso de que el nivel de adhesión al canje resultara igual o inferior a 70%, y de 41,800 millones, en el caso de que se superase dicha cifra. La nueva propuesta implicaba un mayor esfuerzo fiscal en el futuro que garantizaría el pago de los intereses, pero no aseguraba cubrir la totalidad de los vencimientos del capital. El gobierno tendría que continuar cada año en la búsqueda de fuentes de financiación cercanas a 2% del PIB, lo cual ponía en evidencia que el país seguiría soportando una pesada carga de deuda tras el canje. Por ello, las organizaciones de tenedores de bonos rechazaron nuevamente la oferta gubernamental.

Hacia finales de 2004, la evolución de los mercados financieros internacionales empezó a jugar inesperadamente en favor de la oferta argentina. La liquidez mundial

se recuperó, lo que alentó una creciente oferta de financiación hacia las economías emergentes. En estas condiciones el canje comenzó a ser más atractivo para los acreedores, lo que decidió al gobierno a lanzar la propuesta de junio prácticamente sin modificaciones. En enero de 2005 se inició finalmente el “megacanje”. Seis semanas después se daba por cerrada la operación de reestructuración, con un grado de aceptación de 76.15%. La operación permitió reducir el monto de la deuda pública en 67,328 millones de dólares y disminuir la exposición de las finanzas públicas al riesgo cambiario, pues alrededor de 44% de los nuevos bonos fue emitido en moneda local.

Por tradición, los gobiernos latinoamericanos han enfrentado grandes dificultades para emitir deuda soberana en moneda local en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, otras economías emergentes del subcontinente —Brasil, Colombia y Uruguay, especialmente (Tovar, 2005)— también han incrementado este tipo de emisiones hasta 2006, al aprovechar un contexto externo favorable de bajas tasas de interés internacionales y precios altos de materias primas, que han posibilitado la apreciación de las monedas locales (CEPAL, 2006).

Las emisiones de deuda soberana en moneda local presentan tanto ventajas como inconvenientes, desde el punto vista de las probabilidades de incurrir en una situación de incumplimiento de pagos. Suelen reducir el riesgo cambiario, pero tienen un mayor costo financiero, que se suele enfrentar con plazos de vencimiento más prolongados. No obstante, salvo en el caso de Uruguay en 2003, dichas emisiones no fueron el resultado de un proceso de reestructuración de deuda, pues las buenas condiciones financieras durante este periodo han alejado el “fantasma” del incumplimiento de pagos en la región. Por su parte, el procedimiento utilizado por Uruguay fue novedoso pues, además de mantener un acuerdo con la institución multilateral durante el proceso, el FMI jugó un papel central en la elaboración de la propuesta. En este caso, el canje de bonos no dio lugar a una quita, sino que se prolongaron los plazos de vencimiento. La reestructuración se realizó con un escaso costo, pero la relación entre *Deuda Externa Total/PIB* permaneció constante (Isern, 2003).

### *Reflexiones finales*

La crisis argentina ha contribuido de forma importante al surgimiento de una nueva agenda multilateral sobre la prevención y la resolución de las crisis de insolvencia. En primer lugar, puso en evidencia al FMI, ya que los problemas de incumplimiento en el pago de las deudas se gestaron mientras la institución financiera defendía la política económica aplicada, sobre todo el régimen de convertibilidad. En segundo lugar, la reestructuración de la deuda soberana no contó con la participación del

FMI, sino que se desarrolló una negociación directa entre el gobierno argentino y los acreedores internacionales, lo cual es más significativo si tenemos en cuenta el volumen de la quita y la magnitud de la deuda implicada en el megacanje. Aunque economistas críticos con el FMI auguraron lo contrario (Stiglitz, 2002: 290-295), la economía argentina experimentó un intenso proceso de recuperación posterior, que ha significado un ejemplo a seguir para países de renta media que puedan encontrarse en situaciones similares.

La posición que ha venido ocupando el FMI en la reestructuración de la deuda argentina se encuentra muy lejos de la ubicación que imaginaba el organismo cuando lanzó la propuesta del SDRM, que además fue presentada públicamente poco tiempo antes del estallido de la crisis (Chandrasekhar, Ghosh y Francis, 2003). Sin dar mayores explicaciones, esta propuesta fue abandonada por el FMI, aunque los problemas que la originaron siguen presentes. En este contexto, tanto el mercado como la sociedad civil han intentado dar respuesta a los mismos desde la perspectiva de sus intereses. Por un lado, las emisiones de bonos crecientemente incorporan cláusulas de acción colectiva, que intentan definir unas condiciones contractuales para la reestructuración de las deudas no pagadas. Aun cuando estas cláusulas sólo son vinculantes para los tenedores de bonos de cada emisión, el FMI anima a los mercados a generalizar este instrumento de tal manera que puede tener un efecto próximo al del SDRM en términos agregados. Por otro lado, ante la ausencia de un mecanismo de reestructuración basado en la legislación estadounidense sobre quiebras municipales, la sociedad civil plantea la necesidad de un proceso de arbitraje justo y transparente, basado en los principios fundamentales de una situación de insolvencia, es decir, en el respeto de los derechos humanos de todas las personas afectadas, en el reconocimiento del Estado de derecho, así como en una justa división de la carga de la deuda entre todos los participantes en el proceso, que permita mejorar la coordinación de los acreedores, pero sobre todo que facilite las condiciones para que los países de bajos ingresos puedan liberarse de la carga insostenible, en ocasiones ilegítima, de la deuda externa (Ugartech y Acosta, 2003).

Estas polémicas recientes sobre los tratamientos alternativos para reestructurar la deuda soberana en situación de incumplimiento en los pagos tendrán importantes repercusiones en la redefinición institucional del actual orden económico internacional. A diferencia de otras esferas económicas en el escenario internacional donde también es probable el surgimiento de litigios entre las partes (como las operaciones comerciales o de inversión), en el caso de las operaciones de endeudamiento parece muy complicado que se pueda avanzar en una estrategia multilateral por parte de los

actores internacionales. El protagonismo es encabezado por los actores privados, mediante las cláusulas de acción colectiva, y por los actores bilaterales que, como en el caso del gobierno argentino, parecen aprovechar circunstancias ventajosas en el contexto financiero internacional. Ante esta situación, la mayor complejidad que están asumiendo las transacciones financieras en el contexto de la globalización apunta a un escenario más caótico, donde las coyunturas de carácter político y económico tendrán la última palabra.



## Bibliografía

- AIF y FMI, "Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation", Washington, AIF y FMI, 2007.
- \_\_\_\_\_, "Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative and Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI) – Status of Implementation", Washington, AIF y FMI, 2006.
- BM y FMI, "Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief", Washington, BM y FMI, 2006.
- CEPAL, *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2005*, Santiago de Chile, CEPAL, 2006.
- Chandrasekhar, C. P., J. Ghosh y S. Francis, "SDRM: Debt Restructuring or Liquidation?", Nueva Delhi, International Development Economics Associates, 2003.
- Damill, M., R. Frenkel y M. Rapetti, "La Deuda Argentina: Historia, Default y Reestructuración", Documentos del CEDES, núm. 2005/16, Buenos Aires, CEDES, 2005.
- FMI, "Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM). Questions and Answers", Washington, FMI, 2003.
- \_\_\_\_\_, "IMF Board Discusses Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts", Washington, FMI, 2002.
- Herman, B., "Asuntos inconclusos en el diálogo internacional sobre la deuda", en *Revista de la CEPAL*, núm. 81, Santiago de Chile, CEPAL, 2003, pp. 65-79.
- Isern, P., "La reestructuración de la deuda uruguaya", Montevideo, Centro para la Aper-
- tura y el Desarrollo de América Latina, 2003.
- Jubilee USA Network, "Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM). The IMF's "Bankruptcy" Plan", Washington, Jubilee USA Network, 2003.
- Krueger, A. O., "Sovereign Debt Restructuring: Messy or Messier?", Washington, FMI, 2003.
- \_\_\_\_\_, "Statement on Sovereign Debt Restructuring Mechanism – Further Considerations", Washington, FMI, 2002a.
- \_\_\_\_\_, "Preventing and Resolving Financial Crises: The Role of Sovereign Debt Restructuring", Washington, FMI, 2002b.
- \_\_\_\_\_, "Statement on Sovereign Debt Restructuring Mechanism – One Year Later", Washington, FMI, 2002c.
- \_\_\_\_\_, "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", Washington, FMI, 2001.
- Kulfas, M. y M. Schorr, "Deuda externa y valorización financiera en la Argentina actual. Factores explicativos del crecimiento del endeudamiento externo y perspectivas ante el proceso de renegociación", en *Realidad Económica*, núm. 198, Buenos Aires, Instituto Argentino para el Desarrollo Económico, 2003.
- Macías, A., "La sostenibilidad financiera de los países de bajos ingresos tras las iniciativas multilaterales de alivio de la deuda externa", en *X Reunión Internacional de Economía Mundial*, Barcelona, Sociedad de Economía Mundial, 2008.

- Morazán, P., "Deuda externa: nuevas crisis, ¿nuevas soluciones?", *Ocasional Papers*, núm. 2, Buenos Aires, Fundación Friedrich Ebert, 2003.
- Oficina de Evaluación Independiente, *Informe sobre la Evaluación del Papel del FMI en Argentina, 1991-2001*, Washington, FMI, 2004.
- Olivares, R. y A. Arora, "Rethinking the Sovereign Debt Restructuring Approach", en *Law&Business Review of the Americas*, vol. primavera, núm. 9, Chicago, Law Institute of the Ameritas y University of London, 2003, pp. 629-666.
- Raffer, K., "To Stay or not to Stay – A Short Note on Differing Versions of the SDRM", Londres, Jubilee 2000, UK, 2003.
- \_\_\_\_\_, "What's Good for the United States Must Be Good for the World: Advocating an International Chapter 9 Insolvency", in *From Cancún to Vienna: International Development in a New World*, Viena, Bruno Kreisky Forum for International Dialogue, 1993, pp. 64 y ss.
- Salama, P., *Riqueza y Pobreza en América Latina. La fragilidad de las nuevas políticas económicas*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Stiglitz, J., *El Malestar en la Globalización*, Madrid, Taurus, 2002.
- Tovar, C. E., "Deuda pública internacional denominada en moneda local: desarrollo reciente en América Latina", en *Informe trimestral del Banco de Pagos Internacionales*, Basilea, BPI, diciembre 2005.
- Ugarteche, O. y A. Acosta, "Una propuesta global para un problema global. Hacia un Tribunal Internacional de Arbitraje de Deuda Soberana", en *Nueva Sociedad*, núm. 183, Caracas, Fundación Friedrich Ebert, enero-febrero de 2003, pp. 119-133.