



UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES



Facultad de Derecho

Maestría en Derecho y Economía

TESIS

**La reestructuración de deuda soberana y la necesidad de su
regulación a través de un marco legal internacional vistas desde
la perspectiva del Análisis Económico del Derecho**

Maestrando

Luis Daniel Zubiaurr Traverso

Director de tesis

Agustín Lódola

Tesis presentada para la obtención del Grado de Magíster en Derecho y
Economía

Buenos Aires, 15 marzo de 2019

Dedicatoria

A mi madre por brindarme siempre su apoyo incondicional

Agradecimientos

Quiero expresar mi especial agradecimiento a mi asesor de tesis Lic. Agustín Lódola por su valioso apoyo en la elaboración de este trabajo, así como por cada uno de sus consejos, su dedicación y la paciencia que gentil y desinteresadamente me ha brindado.

ÍNDICE

| | |
|--|-----------|
| <i>Dedicatoria</i> | 2 |
| <i>Agradecimientos</i> | 3 |
| ÍNDICE | 4 |
| ABSTRACT | 7 |
| RESUMEN | 8 |
| 1. INTRODUCCIÓN | 9 |
| 1.2. <i>Motivación y relevancia de la investigación</i> | 11 |
| 1.2. <i>Preguntas de investigación</i> | 14 |
| 1.3. <i>Justificación</i> | 14 |
| 1.3.1. <i>Práctica</i> | 14 |
| 1.3.2. <i>Metodológica</i> | 15 |
| 1.4. <i>Objetivos de la investigación</i> | 16 |
| 1.4.1. <i>Principal:</i> | 16 |
| 1.4.2. <i>Secundario</i> | 16 |
| 1.5. <i>Hipótesis</i> | 17 |
| 2. MARCO TEÓRICO | 19 |
| 2.1. <i>El dilema de la deuda pública</i> | 19 |
| 2.1.1. <i>Diferentes clases de deuda</i> | 20 |
| 2.1.2. <i>La relación entre la deuda pública y el saldo en cuenta corriente</i> | 21 |
| 2.1.3. <i>¿Es buena la deuda como mecanismo de financiación? Rol de la deuda</i> | 23 |
| 2.1.4. <i>¿Cómo contraen deuda los Estados?</i> | 23 |
| 2.1.5. <i>La deuda pública en Latinoamérica</i> | 24 |
| 2.2. <i>El rol de los de los mercados financieros y su disciplina</i> | 28 |
| 2.2.1. <i>La cláusula Pari Passu</i> | 32 |
| 2.2.2. <i>La cláusula Right Upon Future Offer (RUFO por sus siglas en inglés)</i> | 33 |
| 2.2.3. <i>Cláusula de acción colectiva (CAC)</i> | 33 |
| 2.3. <i>Los holdouts</i> | 33 |
| 2.3.1. <i>Su papel dentro del proceso de reestructuración</i> | 35 |
| 2.3.2. <i>El accionar de los holdouts contra Perú y Argentina</i> | 36 |
| 2.4. <i>Reestructuración de deudas soberanas, su importancia y necesidad</i> | 37 |
| 2.5. <i>Enfoque contractual y enfoque legal</i> | 38 |
| 2.5.1. <i>Enfoque contractual</i> | 38 |
| 2.5.1.1. <i>CACs de primera generación o tradicional serie por serie</i> | 40 |
| 2.5.1.2. <i>CACs de segunda generación con mejoras en el mecanismo de agregación</i> | 41 |
| 2.5.1.2.1. <i>Nueva cláusula Pari Passu</i> | 41 |
| 2.5.1.2.2. <i>Agregación en la votación</i> | 43 |
| 2.5.2. <i>Enfoque legal o del marco regulatorio internacional</i> | 49 |
| 2.5.2.1. <i>Los Tratados Internacionales desde una perspectiva económica</i> | 50 |

| | |
|---|------------|
| 2.5.2.2. Principios internacionales sobre deuda soberana adoptados en Naciones Unidas | 52 |
| 2.5.2.3. La propuesta del marco regulador para la deuda soberana | 57 |
| 2.5.2.4. Modificaciones a la propuesta original | 63 |
| 2.5.2.5. Una propuesta de Ley Modelo | 64 |
| 2.5.2.6. La estabilidad económica internacional como bien público a proveer a través de un marco legal internacional. | 67 |
| 2.6. El proceso de reestructuración de deuda visto a través del Análisis Económico del Derecho | 68 |
| 2.6.1. Eficiencia Económica | 68 |
| 2.6.2. Costos de Transacción | 70 |
| 2.6.2.1. Los costos de transacción en el mercado | 71 |
| 2.6.2.2. Los costos de transacción políticos | 73 |
| 2.6.3. Teorema normativo de Hobbes y de Coase | 75 |
| 2.6.4. Reglas de propiedad y de responsabilidad | 76 |
| 2.6.5. Bienes públicos, bienes privados y externalidades | 78 |
| 3. LOS CASOS PERUANO Y ARGENTINO | 85 |
| 3.1. Análisis Económico del proceso de reestructuración de deuda de Perú | 85 |
| 3.1.1. En el supuesto de la existencia de Cláusulas de Acción de Colectiva (CACs) | 91 |
| 3.1.2. En el supuesto de la existencia de un Marco Legal Internacional para la deuda soberana | 92 |
| 3.2. Análisis Económico del proceso de reestructuración de deuda argentino | 94 |
| 3.2.1. En el supuesto de la existencia de Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) | 98 |
| 3.2.2. En el supuesto de la existencia de un Marco Legal Internacional para la deuda soberana | 99 |
| 3.3. Análisis comparado respecto a la eficiencia de ambos enfoques | 100 |
| 3.3.1. Eficiencia del enfoque contractual | 100 |
| 3.3.2. Eficiencia del enfoque legal | 105 |
| 3.3.3. Comparando ambas propuestas | 111 |
| 3.4. ¿El enfoque legal resulta más eficiente que el enfoque contractual? | 112 |
| 3.4.1. Costos altos del actual proceso de reestructuración de deudas | 112 |
| 3.4.2. Eficiencia relativa del enfoque contractual | 113 |
| 3.4.3. ¿Cuál es la solución más eficiente? | 113 |
| 3.4.4. Hacia una mejora del sistema, el tránsito del enfoque contractual al legal. | 114 |
| CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIONES | 116 |
| BIBLIOGRAFÍA | 120 |
| ANEXOS | 126 |

Índice de gráficos

| | |
|--|------------|
| Gráfico 1. <i>Deuda pública en Latinoamérica</i> _____ | 26 |
| Gráfico 2. <i>Deuda externa pública en razón a montos</i> _____ | 27 |
| Gráfico 3. <i>Deuda externa pública en razón al porcentaje del PIB</i> _____ | 27 |
| Gráfico 4. <i>Evolución de deuda y tasa de interés</i> _____ | 29 |
| Gráfico 5: <i>Umbral de votación en CACs.</i> _____ | 48 |
| Gráfico 6: <i>Línea del tiempo del proceso de reestructuración peruano</i> _____ | 90 |
| Gráfico 7: <i>Línea del tiempo del proceso de reestructuración argentino</i> _____ | 97 |
| Gráfico 8: <i>Efectos del enfoque contractual</i> _____ | 102 |
| Gráfico 9: <i>Bonos soberanos por jurisdicción y año de maduración</i> _____ | 104 |
| Gráfico 10: <i>% Bonos soberanos por jurisdicción</i> _____ | 105 |

ABSTRACT

This research addresses the problems surrounding the sovereign debt restructuring process with the help of Economic Law Analysis tools, analyzing each alternative of the approaches proposed for addressing the problem: the contractual and legal. Through which this process passes, going from the absence of collective action clauses (current situation of most bonds issued to date), to one in which collective action clauses modify the rules of negotiation, introducing aggregation mechanisms in the collective decision of creditors regarding a restructuring.

Finally, we also analyze a hypothetical model in which we assume the existence of an international regulatory framework that is mandatory for all parties and that establishes, in addition to the mechanisms of aggregation in voting and the right of a country to restructure its debt. All this to determine which of the following scenarios is closer to efficiency and allows for greater social benefit.

Keywords: Sovereign Debt Restructuring, Collective Action Clauses; Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring.

RESUMEN

Esta investigación aborda los problemas que rodean al proceso de reestructuración de la deuda soberana con la ayuda de herramientas del Análisis Económico del Derecho, analizando cada una de las alternativas a través de las cuales transita este proceso, pasando de un escenario sin cláusulas de acción colectiva (escenario actual de la mayoría de los bonos emitidos hasta la fecha), a uno donde la existencia de dichas cláusulas modifican las reglas de negociación, introduciendo mecanismos de agregación en la decisión colectiva de los acreedores respecto a una reestructuración.

Finalmente, también se desarrolló un modelo hipotético en el que se asumió la existencia de un marco regulatorio internacional de obligatorio cumplimiento para todas las partes, el cual establece, además de los mecanismos de agregación en la votación, el derecho de un país a reestructurar su deuda. Todo esto para determinar cuál de los siguientes escenarios está más cerca de la eficiencia y permite un mayor beneficio social.

Palabras clave: Reestructuración de deuda soberana, Cláusulas de Acción Colectiva; Marco Legal para la reestructuración de la deuda soberana.

1. INTRODUCCIÓN

La evolución y composición de la deuda pública ha sido y sigue siendo aún hoy en día, uno de los grandes desafíos que muchos gobiernos de países en desarrollo tratan de superar, algunas veces con relativo éxito y otras no tanto. Ello hace que la deuda pública se convierta en un factor condicionante de la política económica en los países en desarrollo, puesto que, su descontrol y desmedido incremento, podría afectar la estabilidad política de toda una región.

La estabilidad de un país se ve afectada por múltiples factores que pueden impactar en su economía de diferentes formas y efectos. En ocasiones, eventos desafortunados propiciados por circunstancias tanto exógenas como endógenas hacen que la sostenibilidad de la deuda pública peligre, por lo que las medidas que se adoptan desde el momento en que se avizora un escenario de tales características son fundamentales a la hora de preparar a una nación para soportar el embate de una crisis. Una recuperación económica necesariamente requiere de dos factores importantes: tiempo y orden. El primer factor permite corregir errores en el manejo de la economía y adoptar estrategias necesarias ante un cambio de las condiciones de mercado. Mientras que el segundo factor ayuda a fijar un cronograma que permita atender oportunamente las obligaciones pecuniarias que pueda tener un Estado.

Un proceso de reestructuración de deuda soberana se diseña precisamente para proporcionar un tiempo necesario para la recuperación económica de un país y evitar una situación de impago prolongado con sus acreedores, ordenando el proceso y estableciendo prioridades en la oportuna atención de las obligaciones. No obstante, en el camino se suelen presentar muchos problemas que evitan que una reestructuración funcione adecuadamente y resulte útil para superar una crisis. En principio, a diferencia de lo que ocurre por ejemplo con las empresas en quiebra (que entran en un proceso concursal en donde los acreedores concurren en simultáneo sin importar la fecha de vencimiento de los créditos, previendo la ley el nombramiento de un síndico que administre la empresa durante el procedimiento concursal), en el campo de la deuda soberana eso no ocurre, pues no existe un marco legal que regule dicho procedimiento. Lo que suele pasar es que los deudores quedan sujetos a la legislación del lugar en donde se han emitido los bonos que han dado origen a la deuda, por lo que sus acreedores inician de

manera indistinta sus reclamos ante los tribunales de dichos países demandando el pago de la deuda vencida.

Lo descrito anteriormente resulta en un proceso sumamente tedioso y con resultados económicos no necesariamente óptimos para todos los sujetos involucrados, quizá sí para un grupo pequeño de acreedores que, aprovechando los vacíos legales existentes, obtienen réditos cuantiosos. Los *holdouts* son un claro ejemplo. Sin embargo, normalmente este tipo de acreedores no suelen ser aquellos que en primera instancia proporcionaron los créditos al Estado deudor, sino por el contrario, son acreedores secundarios que han comprado deuda soberana a un precio menor al monto que suelen demandar¹.

Por otro lado, nada garantiza que luego de iniciado un proceso de reestructuración necesariamente los resultados futuros sean exitosos. Puede ocurrir que las condiciones acordadas impidan la recuperación del país y lejos de avanzar hacia la sostenibilidad de la deuda se termine agravando la situación y la agonía se termine prolongando. Esto se debe a que las reglas en torno a un proceso de reestructuración de deuda externa, al estar regidas por las reglas del mercado,² sujetan el mismo a la decisión de diferentes acreedores con múltiples y variados intereses.

Esta discusión no es nueva y a lo largo de las últimas tres décadas se ha venido debatiendo, generándose en el curso del debate dos enfoques claramente diferenciados pero con un mismo objetivo, uno que aboga por dejar al mercado la solución, es decir, que sea la libre voluntad de las partes la que dirima la controversia y otro más ambicioso que busca perennizar una regla general a través de un marco internacional que funcione a modo de estatuto organizador de los procesos de reestructuración.

¹ Recordemos que en el caso de mercado secundario, la tasa de interés de los bonos a negociar no es fija y puede variar al momento de la colocación. En caso que la tasa de interés baje, el colocador (acreedor primario) del bono tiende a bajar el precio del mismo para poder venderlo a otro (acreedor secundario).

² Caso contrario a lo que ocurre con la deuda interna de las empresas de un país que se hallan sujetas a un proceso concursal

1.2. Motivación y relevancia de la investigación

Muchos planes de deuda llevan aparejados planes de ajuste con miras a una reducción del déficit fiscal para lograr una mayor capacidad de respuesta frente a las acreencias existentes. Sin embargo, en ocasiones los planes de ajuste fiscal llevados a cabo no suelen funcionar, ya que tienen efectos perjudiciales sobre el Producto Bruto Interno, en adelante PIB, causando su reducción, ello resiente la economía nacional y agrava el problema de insostenibilidad de la deuda.

Al echar un vistazo dentro de la realidad económica actual podemos encontrar ejemplos de lo descrito anteriormente, sin duda el caso más notorio es el de Grecia, país que aplicó drásticas medidas en aras de reducir su déficit, a pedido de las instituciones crediticias que le prestaron dinero durante su tan conocida crisis económica. No obstante, estimaciones equivocadas respecto a su capacidad, tanto de pago, como de recuperación, agravaron la situación del país heleno (Guzmán M. , 2016a). Cabe precisar que este tipo de errores estimatorios suelen ocurrir con cierta frecuencia a decir de algunos autores (Sach y Larraín, 2002). Una evaluación errónea en torno a la capacidad de pago de un país deudor permite que acceda a préstamos de instituciones financieras internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que, a largo plazo, lejos de reducir la brecha entre deuda y PIB, puede terminar incrementándola (Guzman, 2016).

Conviene acotar un poco más lo anteriormente señalado, para ello mencionaremos brevemente tres casos de países que han atravesado severas crisis de deuda en los últimos años. Como primer caso tenemos el ejemplo de Irlanda (2008) dónde se implementó un ajustado plan con miras a reducir el déficit fiscal del país y a la postre recibir el financiamiento internacional de salvataje brindado por el FMI, la Comisión Europea y el Banco Central Europeo, por un monto de €85.000 millones (Camarero, 2016). Irlanda aplicó todas las medidas impuestas y emprendió un duro plan de reducción de su déficit consistente en el aumento de impuestos (salvo el IVA), reducción de las pensiones, recortes sociales y la venta de bienes estatales a fin de obtener liquidez. Tal decisión trajo severas repercusiones para la

población, que se hicieron notar con un aumento de la migración de jóvenes al exterior en busca de empleo.

A fin de contrarrestar los efectos negativos de tales medidas el gobierno apostó por fomentar las actividades emprendedoras promoviendo inversiones extranjeras, de hecho, el país funciona como sede de importantes multinacionales debido a las tarifas competitivas que el mercado nacional ofrece para su establecimiento. Los resultados saltaron a la vista en 2014, cuando el déficit fue de 4% (luego de haber llegado a un 32% del PBI en 2010³). Ello le permitió al país europeo aumentar su presupuesto por primera vez desde 2008 (Camarero, 2016).

El caso de Grecia, que viene atravesando una crisis financiera desde fines de 2009, es sin duda el más conocido mediáticamente por las repercusiones sociales que ha venido desarrollando. Grecia fue el primer país de la zona euro en pedir un rescate (Irlanda fue el segundo). Sin embargo, las condiciones implícitas para el desembolso condicionaron al país heleno a aplicar una serie de drásticas medidas para reducir el déficit, como la suba de impuestos y un recorte de las pensiones. Ello ocasionó graves problemas sociales, así como una reducción significativa del consumo y un aumento del desempleo que persisten hasta hoy (Valero, 2017; BBC, 2015).

No obstante, los datos macroeconómicos del país empezaron a marcar números positivos a partir de 2017 observándose una mejora del crecimiento con 1.6%. Para el 2018, se esperaba un crecimiento cercano al 2.5%. A su vez, el desempleo también se ha reducido del 27% al 20%. No obstante, ello no parece compensar suficientemente la caída del producto en un 27.1% y la existencia de una relación deuda/PIB de 180% (Maqueda, 2018). La mejora de los indicadores macroeconómicos le ha permitido al gobierno heleno realizar nuevas emisiones de deuda con perspectivas a abandonar el plan de rescate en el corto plazo y recuperar su independencia económica, sin perjuicio del enorme descontento social existente aún en el país (Valero, 2017).

³ Motivado por el rescate a la banca por parte del gobierno.

Como se podrá apreciar, tanto en el caso irlandés y en el griego, se observa un cumplimiento irrestricto del plan de ajuste propuesto por las organizaciones de crédito internacional fijado como condición para el desembolso de los préstamos. Así también se observa una reducción del consumo a corto plazo como consecuencia del aumento de impuestos y la reducción de pensiones, que repercuten en el producto del país. En ambos casos el proceso de recuperación recién empieza a vislumbrarse a largo plazo (Grecia) y a mediano (Irlanda). ¿Hay alguna forma de abandonar una situación de crisis presupuestaria sin excesivos costos sociales? ¿Existe algún medio de garantizar los derechos de los acreedores pasivos (como los jubilados por ejemplo) de un Estado sin perjudicar las expectativas de reducción del déficit?

Una posible respuesta a dicha interrogante se puede encontrar en el caso de Portugal, que ha logrado reducir el déficit fiscal aumentado a la vez los salarios y las pensiones. En 2016 logró reducir su déficit fiscal al 2.1% de su PIB (BBC, 2017 a). ¿Cómo lo hizo? Pues el gobierno lusitano apostó por medidas que incrementaron su demanda interna (BBC, 2017 a) y al fomento de las inversiones extranjeras (Muller, 2017) para impulsar el crecimiento. Previamente el gobierno de Portugal venía aplicando un plan de austeridad (2011-2014) como parte de las condiciones impuestas por el rescate que recibió del FMI y de la Unión Europea. Sin embargo, durante el curso de dicho plan, el PIB era negativo y el nivel de desocupación llegó a bordear el 15% (BBC, 2017 a).

En 2017 el porcentaje del déficit/PIB fue de 3%, la relación de deuda/PIB sigue preocupando, no obstante, las expectativas futuras en torno al desempleo son positivas. Se espera que éste se reduzca a 7% y las exportaciones aumenten en un 6% (BBC, 2017 a). Esto probaría que no siempre las opciones de duros ajustes son el único camino para la reducción del déficit fiscal y que es posible efectuar medidas que no terminen afectando severamente a la población. Así también, de ser necesario implementar planes de ajuste, estos pueden aplicarse previendo mecanismos que atenúen sus efectos sobre los sectores sociales más vulnerables.

1.2. Preguntas de investigación

1. ¿Cómo está regulando actualmente un proceso de reestructuración de deuda?
2. Las actuales características del proceso ¿permiten lograr reestructuraciones eficientes y maximizan el bienestar social?
3. ¿Qué incentivos generan la presencia de *holdouts* en el mercado de deuda?
4. ¿Qué impacto tuvo la presencia de *holdouts* en los procesos de reestructuración argentino y peruano?
5. ¿La Cláusula de Acciones Colectivas (CAC) eliminan el problema relativo a la negativa de una minoría de tenedores de bonos (*holdouts*) a entrar dentro de un proceso de reestructuración?
6. ¿Es necesario y eficiente adoptar un marco legal internacional que regule el proceso de reestructuración de deuda soberana?
7. ¿Qué efecto tendría la adopción de un marco legal regulatorio basado en los nueve principios sobre reestructuración de deuda soberana aprobados en 2015 por la Asamblea General de la ONU?
8. ¿La adopción de un marco legal internacional proporcionaría la estabilidad financiera internacional, entendiéndose esta como un bien público?

1.3. Justificación

1.3.1. Práctica

Ocurrida una situación de cesación de pagos, los acreedores deben sentarse a negociar con sus deudores con el fin de analizar sus reales posibilidades de pago y conceder reducciones en el monto total de la deuda a efecto de llegar a un monto que pueda ser asumido por el país en mora, en otras palabras, las partes acuerdan un proceso para reestructurar la deuda. Dicho proceso no es una excepción a la regla, por el contrario es más común de lo que suele pensarse, basta con recordar los procesos de reestructuración que desarrollaron en Latinoamérica a finales de la década de los 80s, la crisis argentina de 2001 y de 2011, o casos más recientes como el de Grecia.

Por ello, el tema de la deuda y su reestructuración es un tema latente hoy en día y con mucho que decir, discutir y debatir. Desde diversos sectores se vienen trabajando modelos para conseguir que un proceso de reestructuración pueda llevarse a cabo contribuyendo a la recuperación económica de un país, al mantenimiento sostenible de sus obligaciones crediticias internacionales y a su estabilidad. Como podemos ver la discusión está abierta y el debate continúa, lo que es un hecho es que proporcionar aportes, así sean humildes y pequeños en comparación a lo que ya se viene tratando a nivel internacional, resulta necesario a fin de contribuir medianamente con el debate. La historia económica Argentina, hace que el tema de la deuda y su reestructuración constituya un excelente punto de partida para futuras investigaciones, como la que se pretende desarrollar en este trabajo. Los últimos sucesos económicos actuales, lejos de colocar el tema en el anaquel de olvido, hacen que se prosiga con el análisis de la cuestión, con objetividad y practicidad, a efectos de arribar a soluciones que permitan lograr salidas eficientes que optimicen el sistema.

1.3.2. Metodológica

¿Qué puede aportar el Análisis Económico del derecho al proceso de reestructuración?

Cuando un tema controvertido es objeto de discusión y producto del debate surgen diferentes cuestiones que tratan de solucionarlo, el análisis económico es una herramienta útil para determinar qué propuestas reportan mayores beneficios en cuanto a eficiencia económica y maximización del bienestar social. Por ejemplo, con las herramientas del AED, podemos analizar el efecto de la inclusión de cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda, los que incentivos generan, qué respuestas pueden surgir por parte de una minoría que no desea verse afectada por la imposición de una mayoría, entendiendo que quienes la conforman actúan racional y estratégicamente.

Del mismo modo, ¿cómo se verían afectadas las tasas de interés de los créditos con la inclusión de estas cláusulas? ¿Aumentaría el riesgo de incumplimiento y por ende los prestatarios subirían la tasa para salvaguardar sus inversiones ante la posibilidad de una

cesación de pagos? Desde el enfoque regulatorio, ¿los costos de transacción previos son demasiado altos para contemplar una solución de este tipo? La estabilidad económica internacional ¿podría ser vista como un bien público? ¿Qué implica que el derecho de un Estado a reestructurar su deuda se halle inserto dentro de una ley internacional? ¿Sería el riesgo de incumplimiento demasiado alto y las tasas de interés subirían estrepitosamente excluyendo a muchos deudores del acceso al crédito internacional?

En suma, muchas preguntas emergen y ameritan un estudio del comportamiento de ambas partes bajo cualquiera de los escenarios propuestos en ambos enfoques con el fin de determinar cuál de los dos redundaría en una mayor eficiencia del sistema y aporta mayores beneficios sociales. Ello confirma la importancia que tiene el presente trabajo al aportar una visión de ambos enfoques basada en el Análisis Económico del Derecho.

1.4. Objetivos de la investigación

La presente investigación tiene los siguientes objetivos:

1.4.1. Principal:

- Determinar si la implementación de un marco legal internacional, que regule el proceso de reestructuración de deuda soberana, es más eficiente económicamente y permite maximizar más el bienestar social que un enfoque contractual que suponga la adopción de cláusulas de agregación en la votación.

1.4.2. Secundario:

A partir del objetivo principal:

- Describir cómo se encuentra regulado actualmente el proceso de reestructuración de deuda soberana.
- Estimar si las actuales características del proceso de reestructuración de deuda soberana son ineficientes.

- Explorar los incentivos existentes que motivan el accionar de los *holdouts* durante el proceso de reestructuración
- Comprender el impacto del accionar de los *holdouts*, durante los procesos de reestructuración llevados a cabo por Argentina y Perú.
- Determinar si las Cláusulas de acción colectiva (CAC) eliminan el problema de la negativa de una minoría de tenedores de bonos (*holdouts*) a entrar dentro de un proceso de reestructuración.
- Valorar las implicancias de un marco regulatorio internacional basado en los nueve principios adoptados por la Asamblea de las Naciones Unidas en 2015, en torno al proceso de reestructuración de deuda soberana.

1.5. Hipótesis

En el contexto planteado el trabajo formula la siguiente hipótesis:

Un enfoque legal, basado en un marco internacional para la reestructuración de deuda, es más eficiente económicamente y permite maximizar el bienestar social en mayor medida que un enfoque contractual, basado en cláusulas de agregación en la votación.

Capítulo II

2. MARCO TEÓRICO

Para entender la problemática entorno al proceso de reestructuración de deuda soberana conviene esbozar una definición sencilla de deuda soberana o pública. Esta viene a ser la obligación que mantiene un país con sus acreedores, aquellos sujetos que adquirieron obligaciones (bonos) negociables emitidas por un Estado en busca de financiación y que periódicamente reciben el pago de los intereses conforme a las reglas establecidas en el contrato de emisión. Sin embargo, los gobiernos a veces realizan un mal manejo de las finanzas públicas lo que impide servir adecuadamente sus obligaciones crediticias internacionales a tiempo.

2.1. El dilema de la deuda pública⁴

Ante ciertas circunstancias, un escenario de déficit presupuestario, y por consiguiente de incremento de la deuda, en ocasiones obedece a razones justificadas, como por ejemplo la estabilización económica a corto plazo, la reestructuración de impuestos o la redistribución de su carga entre la población. Sin embargo, un alto déficit también puede desencadenar sucesos negativos para la economía, como un uso excesivo del señoreaje⁵(lo que aumenta la oferta monetaria y produce inflación). También podría generar una huida de capitales del país afectado. De igual manera, la posibilidad de incurrir en déficit presupuestario es susceptible de generar incentivos a la administración de turno para cargar indebidamente a las generaciones futuras (Mankiw, 2008)

⁴ El debate en torno a la deuda oscila básicamente entre dos teorías que buscan explicar su importancia. La teoría tradicional postula que una reducción de impuestos financiada con deuda provoca un aumento del consumo y reduce el ahorro nacional. (Mankiw, 2008, pág. 645). Por otro lado, la segunda teoría, conocida como Equivalencia Ricardiana, señala que una reducción de impuestos financiada con deuda no conduce a un incremento del consumo, sino que traslada el pago de los impuestos presentes dejados de cobrar al futuro (Mankiw, 2008). A consecuencia de ello, la población entiende la reducción de impuestos como temporaria y ahorra el monto que debería destinar a su pago, en previsión para un futuro en el que éstos vuelvan a establecerse. Sin embargo, este principio puede romperse si los representantes políticos (agentes) no internalizan plenamente los costos de hacer uso del crédito (Piffano, 2013). En consecuencia, el debate de ambas teorías se centra en el comportamiento racional o no de los consumidores de crédito público: Los Estados.

⁵Facultad que ostenta un Estado para imprimir su propia moneda.

2.1.1. Diferentes clases de deuda

No existe una única clasificación para la deuda pública, ya que cada una de ellas obedece a diferentes características que la misma presenta. Así una primera clasificación habla de deuda pública **real y ficticia**, una segunda se refiere a deuda a corto, mediano y largo plazo, una tercera distingue entre deuda bruta y neta y; una cuarta en interna y externa. La primera clasificación señala que la deuda real es aquella emitida por el Tesoro Público, cuya adquisición puede ser realizada por agente privados del país y del sector exterior. Mientras que la deuda ficticia es aquella que se ofrece al Banco Central del país emisor (Almeida, 2015).

En cuanto a la segunda clasificación se basa en la temporalidad del título, es decir, si la deuda emitida es a **corto, medio o largo plazo**. Dentro la primera categoría (corto plazo) se sitúa a las Letras del Tesoro (LETES⁶⁶ en el caso de Argentina) caracterizadas por contar con un plazo de vencimiento que no supera el año. En cuanto a la deuda de medio plazo, esta está constituida principalmente por los bonos del Estado, que sirven para financiar gastos ordinarios. La última categoría de esta clasificación es la deuda de largo plazo, que incluso puede llegar a ser perpetua, su utilización obedece a la necesidad de financiar gastos extraordinarios (Almeida, 2015).

Así mismo, la deuda pública también puede clasificarse en deuda **amortizable o perpetua**. Será amortizable cuando el título establece la devolución del principal a su titular después del vencimiento. Por el contrario la deuda perpetua es aquella que no tiene fecha de vencimiento, por lo que el principal no es reembolsado por el Estado, recibiendo el titular el derecho de cobrar los intereses pactados al momento de su emisión de manera perpetua.

Conviene tener presente también una tercera definición que diferencia **la deuda bruta de la deuda neta**. La primera viene a ser el monto total de deuda que mantiene un gobierno, mientras que la segunda es el resultado de la primera restándole los activos financieros que tenga el gobierno. Es decir, la deuda bruta no toma en cuenta los activos financieros a diferencia de la deuda neta que sí lo hace (Fatas, 2010). Por activos financieros podemos

⁶⁶ Diferentes a las LEBAC que son emitidas por el Banco Central.

señalar por ejemplo valores en oro, instrumentos de deuda, préstamos, pensiones, seguro, etc. La deuda neta resulta más esclarecedora a la hora de evaluar la posición financiera neta de cada país (CEPAL, 2017a).

Finalmente una última clasificación diferencia la deuda pública dependiendo de si es **interna y externa**. Una deuda será interna cuando ha sido suscrita por nacionales quedando todos sus efectos circunscritos al ámbito de la economía interna. En cambio, se habla de deuda externa cuando ésta ha sido suscrita por extranjeros (Almeida, 2015). La primera parte de este párrafo hace referencia a una clasificación desde el punto de vista jurídico, no obstante, desde una visión económica la nacionalidad del acreedor carece de importancia ya que lo que se toma en cuenta es su lugar de residencia.

2.1.2. La relación entre la deuda pública y el saldo en cuenta corriente

En una economía abierta la diferencia entre el ahorro y la inversión es el saldo de la cuenta corriente⁷. Si el ahorro de un país es superior a la inversión interna se dice que tiene superávit de cuenta corriente, si ocurre lo contrario y la inversión es mayor al ahorro el país tendrá un déficit de cuenta corriente. Cuando existe superávit de cuenta corriente los residentes de un país, como las familias, empresas y el gobierno, empiezan a acumular activos financieros de países que buscan financiar sus proyectos de inversión. Cuando los activos financieros de un país son positivos ese país ostenta la posición de acreedor neto, mientras que cuando los activos financieros son negativos dicho país será deudor neto. Por ende, se puede señalar que el saldo de cuenta corriente es igual a la variación de activos externos entre un periodo y el siguiente (Sach y Larraín, 2002).

Así también, diferentes factores influyen en el saldo de la cuenta corriente, como por ejemplo influye de manera positiva la suba de la tasa de interés mundial porque incentiva el ahorro y de manera negativa un shock temporal a los términos de intercambio o al producto, también lo hace un incremento de proyectos de inversión debido a que disminuyen el ahorro

⁷ Otra forma de definir el saldo de cuenta corriente puede ser el exceso de ahorro sobre inversión, cuando la tasa de interés es alta y aumenta el ahorro. También puede definirse como el Producto Nacional Bruto (PNB) menos absorción lo que significa que cuando los países al gastar más de su ingreso acumulan déficit de cuenta corriente.

de un país. No es menester detenerse a explicitar más este último aspecto pues existe suficiente bibliografía que trata de manera amplia y clara tales cuestiones, además de que no es el objetivo del presente trabajo.

Siguiendo a Sach y Larráin (2002), lo que importa resaltar es cómo surge la restricción presupuestaria intertemporal de un país que nos indica que el valor descontado del consumo privado y público debe ser igual al valor descontado de la producción nacional (PIB), menos el valor descontado de la inversión más los activos financieros netos iniciales. Simplificando esto, conviene interpretarlo como una advertencia de que un país no puede vivir por encima de sus medios, que vienen a ser, por una parte el producto menos la inversión empleada en su producción y los activos financieros externos netos del país. Sobra decir que si el país es deudor neto, el valor descontado del consumo será menor al valor descontado de la producción.

¿Y qué ocurre cuando un país con déficit de cuenta corriente cesa el pago de su deuda? ¿Puede siempre prestar dinero para pagar deudas vencidas sabiendo que podrá hacerlo continuamente? No, aunque posteriormente se señala que la deuda puede ser refinanciada, eso no significa que un país deudor pueda servir siempre su deuda prestando el monto que está por vencer, pues un refinanciamiento implica confiabilidad en la estrategia llevada a cabo por el país deudor para reducir su déficit en el futuro. Un país que cancela sus deudas contrayendo nuevos créditos afronta una pérdida de credibilidad que desencadenará en un recorte del crédito que venía recibiendo por parte de los acreedores del mercado internacional de capitales.

Lo abordado en el párrafo anterior se puede ejemplificar con el llamado Esquema de Ponzi. Para entender este esquema Sach y Larráin (2002) proponen suponer que existe un deudor con una deuda D . Al vencerse D , el deudor ahora debe el monto de la deuda más la tasa de interés del crédito $D(1+r)$. Si decide prestar dinero para honrar la deuda, prestando la misma cantidad que adeuda $D(1+r)$, su deuda se incrementa. En el próximo periodo, afrontará un vencimiento de deuda igual a $D(1+r)^2$. Si opta por volver a prestar, su deuda será de $D(1+r)^3$ al término del tercer vencimiento, por ende la deuda aumentará después de cada vencimiento a una tasa geométrica de $(1+r)$. Sin embargo, las estimaciones en cuanto al endeudamiento de un país y su capacidad de pago son pasibles de sufrir errores y el resultado será que los acreedores de un

Estado se hallaran en la necesidad de realizar quitas en los montos, para que el Estado deudor pueda cumplirlas dentro de sus posibilidades; es decir, iniciar un proceso de reestructuración.

2.1.3. ¿Es buena la deuda como mecanismo de financiación? Rol de la deuda

Hasta este momento hemos hablado de la deuda, sus distintas clasificaciones, de su relación con el saldo en cuenta corriente y la posición de acreedor o deudor neto y de la restricción presupuestaria de un país. Sin embargo, creemos también conveniente hablar brevemente sobre ciertos roles de la deuda que tienen efectos positivos en el largo plazo y por ende hacen que dicho mecanismo sea tenido en cuenta por un Estado a la hora de fijar su política económica.

La deuda pública puede servir como medio para suavizar la tributación intertemporalmente (Barro, 1979), tiene un papel estratégico en la política de un país (Lucas y Stokey, 1983), cuenta con un rol importante dentro de la política monetaria (Sargent y Wallace, 1981) y permite la equidad intergeneracional mediante el financiamiento de bienes de capital o de las inversiones (Nuñez Miñana, 1994) distribuyendo dicha carga equitativamente entre distintas generaciones.

2.1.4. ¿Cómo contraen deuda los Estados?

El mecanismo de deuda como fuente de financiación⁸ abarca diferentes situaciones, una de ellas es la emisión de títulos valores conocidos como bonos, otra es la negociación de un crédito con organizaciones crediticias internacionales como el Fondo Monetario Internacional, en adelante FMI, el Banco Mundial (BM) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). En el caso de la emisión de bonos, éstos son colocados en el mercado internacional para ser adquiridos por inversores y a su vez generan intereses que son abonados periódicamente por el Estado emisor. Naturalmente los bonos emitidos a corto y largo plazo tienen fecha de vencimiento, por lo que al cumplimiento de la misma deben ser pagados. Los bonos emitidos a largo plazo contemplan un cronograma que indica la fecha de pago de los intereses pactados, así como la fecha de vencimiento de los mismos. Podemos identificar entonces que una

⁸ Otras fuentes son el establecimiento de impuestos y la creación de dinero a través del Banco Central (Señoríaje).

particularidad de la deuda pública (que surge del hecho que la emite un agente con vida infinita) es que no suele ser cancelada sino refinanciada, puesto que el pago de un título llegada la fecha de vencimiento, generalmente implica la emisión de nuevos bonos de deuda para cubrir el costo del capital a devolver, producto del bono vencido.

Para el caso de los créditos otorgados por instituciones crediticias internacionales, estos suelen estar condicionados a la adopción por parte del Estado solicitante de una serie de medidas, propuestas por la institución crediticia. El incentivo para recurrir a estos préstamos son las tasas más bajas de interés que ofrecen. Generalmente estos préstamos suelen ser desembolsados en partes, a fin de que la institución crediticia prestadora verifique el cumplimiento de las medidas recomendadas por parte del gobierno. Por consiguiente, el real problema de la deuda no radica en su monto, sino en su sostenibilidad a largo plazo. Incluso la mayoría de los países del mundo recurren al mecanismo de deuda para financiar parte de su gasto, basta solo con advertir que los mayores deudores son países desarrollados. Por ejemplo, en el año 2016, la relación deuda/Producto Interno Bruto (PIB⁹) de Japón era de 235,63% y la de Estados Unidos osciló en 107,17%¹⁰.

En consecuencia, es evidente que la deuda pública está presente en todos los países del globo, no exenta de situaciones adversas como crisis económicas o desastres naturales, que obligan muchas veces a adoptar duras medidas en aras de estabilizar las cuentas públicas. Sin embargo, como se señaló en el capítulo anterior, en ocasiones las decisiones adoptadas por recomendación de organismos internacionales especializados, lejos de contribuir a la estabilización de la deuda pueden hacerla insostenible, lo que hace necesario la puesta en marcha de un plan de reestructuración.

2.1.5. La deuda pública en Latinoamérica

A lo largo de los últimos años Latinoamérica siempre ha transitado por escabrosos caminos en torno a evolución de sus niveles de deuda pública. El momento más grave que registra la

⁹ En adelante haremos referencia a éste indicador solo como PIB.

¹⁰ Fuente: Datos macro, <https://www.datosmacro.com/paises/comparar/japon/usa?sc=XE15>

historia es el ocurrido a finales de la década de los 80s¹¹, que condujo a una serie de procesos de reestructuración durante la década siguiente. Sin embargo, el espectro de la deuda aún no es una realidad ajena en nuestra región persistiendo latentemente, obviamente en algunos países más que en otros.

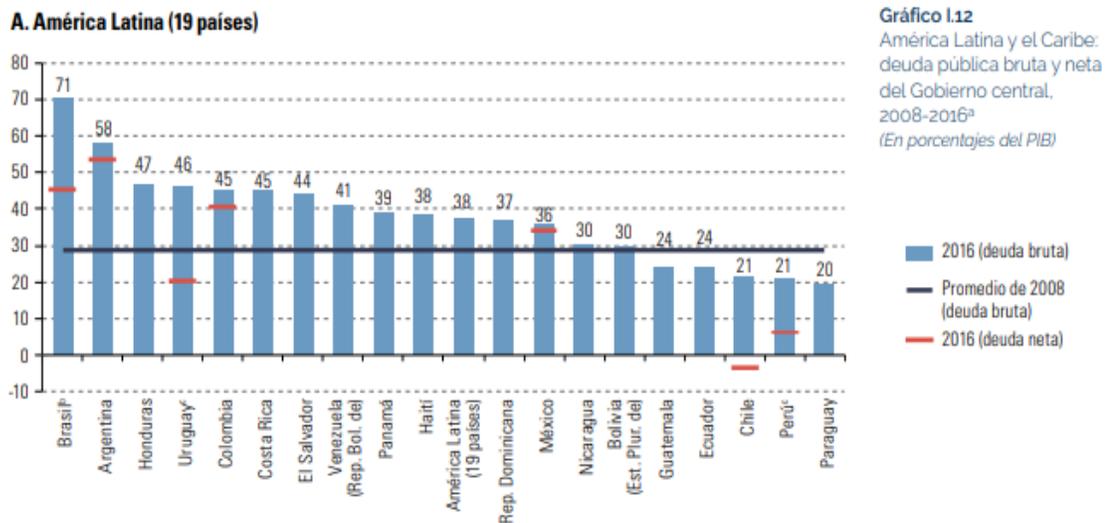
Desde la crisis de 2008 la región vino incrementando su nivel de endeudamiento respaldados por indicadores fiscales positivos. No obstante, a partir de 2015, con la reducción del precio de crudo y de los minerales, las preocupaciones en torno a la sostenibilidad del endeudamiento de la región se han venido incrementando. Ello se debe principalmente a que los montos de deuda pública se han incrementado en comparación a los niveles anteriores al 2008, así tenemos por ejemplo que, entre 2008 y 2016, la deuda del sector público no financiero¹² se elevó de un 30,6% a un 40,4% del PIB. Por otro lado la deuda pública bruta en cabeza de los Gobiernos centrales de la región fue de 37,6% del PIB en el año 2016, lo que significa un incremento del 30% con respecto al promedio de 2008 (CEPAL, 2017a).

Las cifras tomadas por la CEPAL (2017) nos muestran que la deuda aumentó en 16 países de la región. Brasil ocupa el primer lugar con una deuda pública en torno al 70,5% del PBI, mientras que el segundo lugar lo ocupó la Argentina con una cifra de 57,09% del PBI, seguidos por Honduras (46,06%) y Uruguay (46,03%). Desde la otra perspectiva, es decir, desde el lado de los países con menor deuda pública, Paraguay ocupa el primer lugar con 19,06% del PBI, seguido por Perú con 20,8% del PBI) y finalmente a Chile en el tercer lugar con 21,01% del PBI.

¹¹ Pueden rastrearse los inicios de esta crisis de deuda desde mediados del decenio de 1970, fecha en la que el precio del petróleo subió de manera estrepitosa, en comparación a su precio anterior que había sido muy bajo. Los países productores de Petróleo se vieron en la necesidad de distribuir sus ganancias. Dado que tal volumen de dinero no podía ser inyectado en su totalidad en los mercados internos propios de cada país productor, debido a la recesión que estaban atravesando y que hacía imposible la absorción de tanto capital, los países optaron por pedir a sus bancos que colocaran el dinero en países en desarrollo. Ellos permitió que los países en desarrollo accedieran a créditos con una tasa de interés baja, incrementando así sus volúmenes de deuda externa. Sin embargo, a fines de los 70s, el gobierno de Estados Unidos anunció la suba de interés en casi el triple, lo que removió el panorama y condujo a los niveles exorbitantes de endeudamiento atravesados durante toda la década siguiente

¹² Cuando se habla de “sector público no financiero” se incluye al gobierno nacional central, el sector público regional y local, las entidades de la seguridad social, el sector eléctrico, los establecimientos públicos nacionales las empresas municipales y departamentales, entre otras entidades.

Por otro lado, si se observa a los países que han mantenido mayores activos financieros durante 2016 fueron Brasil, Chile y Uruguay, países que alcanzaron niveles en torno al 24% de su PIB. La deuda neta del gobierno brasilero en 2016 fue de 45,02% del PBI, equivalente al 65% de su deuda bruta. La deuda neta del gobierno chileno fue de -3.3% del PBI, ya que mantuvo más activos que pasivos durante 2016. El país oriental por otro lado tuvo una deuda neta de 20,04% del PBI (la mitad de su deuda bruta). (CEPAL, 2017a)



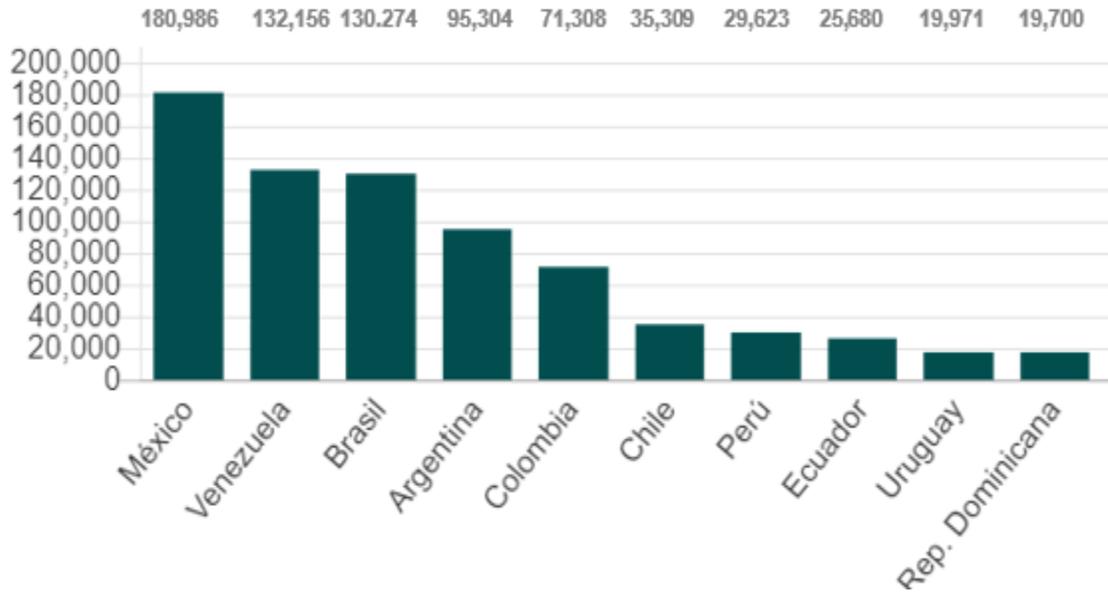
Fuente: CEPAL. https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/41044/10/S1700069_es.pdf

Gráfico 1

Para el caso de la deuda externa, para el año 2016, México mantenía la mayor deuda externa de la región con un monto ascendiente a los US\$ 180.986 millones de, equivalente al 18,3% de su PBI. El segundo puesto lo ocupa Venezuela con una deuda externa de US\$132.156 millones, correspondiente al 21.7% del PIB. Brasil ocupa la tercera posición, siendo su deuda externa un total US\$ 130.274 millones, equivalentes al 7.8% de su PIB. La Argentina se situó en el cuarto lugar con una deuda externa del sector público de US\$95.304 millones, equivalentes a un 7.8% del PIB, habiéndose incrementado un 13.6% respecto de periodo anterior (BBC, 2017; CEPAL, 2017). En el caso de Argentina, durante el cuarto trimestre de 2017 la deuda externa del sector público rondaba los US\$ 161.432 millones (Gasalla, 2018). Para el primer trimestre de 2018 la deuda pública aumentó US\$ 331.481 millones, equivalentes a un 59.3% del PIB¹³ (Gasalla, 2018a).

¹³ Si se le añade el Cupón PIB, la deuda pública total asciende a US\$ 345.409 millones, un 61,8% del PBI.

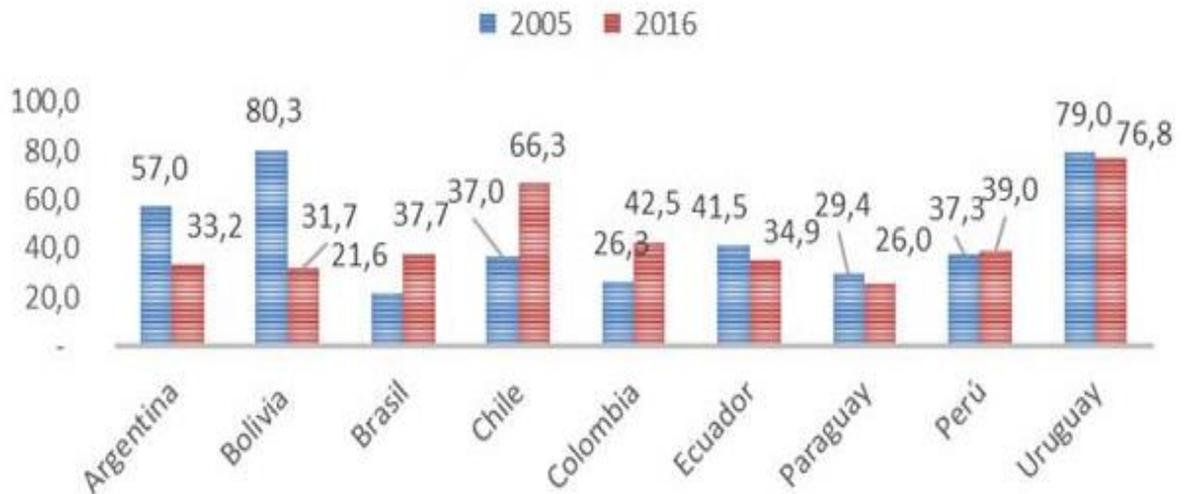
Deuda externa pública en millones de dólares para el año 2017



Fuente: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-40853676>

Gráfico 2

Deuda externa pública en razón al porcentaje del PIB comparando el 2005 y el 2016



Fuente: <https://www.celag.org/endeudamiento-externo-latinoamerica-piedra-salvavidas/>

Gráfico 3

2.2. El rol de los de los mercados financieros y su disciplina

Los mercados financieros tienen un papel importante en la economía global, permiten que tanto hogares, empresas y gobiernos (unidades económicas) financien desequilibrios temporales en sus finanzas (ingresos y gastos). En el caso específico de los gobiernos, los mercados financieros prestan el financiamiento necesario para cubrir las variaciones de su déficit evitando cargas impositivas altísimas sobre la población. Del mismo modo permiten un ajuste tanto en sus activos financieros como en sus pasivos obteniendo liquidez. En suma, los mercados financieros permiten la existencia de desequilibrios temporales en las unidades económicas (Lane, 1993).

Para lograr que los desequilibrios cumplan el requisito esencial de la temporalidad, los acreedores se mantienen en vigilancia permanente sobre sus deudores, la primera fase de la respuesta ante un incremento potencial del nivel de deuda es subir la tasa de interés de los nuevos créditos concedidos para compensar el mayor riesgo de cumplimiento. La segunda etapa es ya la exclusión del prestatario del mercado financiero cuando el incumplimiento es inminente (Lane, 1993). De esa manera la disciplina del mercado proporciona señales a los prestatarios para que mantengan un comportamiento prudente y preserven su solvencia. Trasladando este enunciado al tema que nos ocupa se puede decir que, para el caso de deuda soberana, la disciplina del mercado implicaría que los futuros ingresos en divisas que ingresen a las arcas públicas sean suficientes para garantizar el pago de la deuda externa. En ese entender, la disciplina del mercado hace que el comportamiento del prestatario sea sostenible¹⁴ por lo que puede seguir adelante con sus planes (por ejemplo con un desequilibrio temporal) sin poner en peligro el cumplimiento de sus obligaciones (Horne J. , 1988, citado en Lane 1993). Por ende, la deuda crece de manera asintótica siempre por debajo de la tasa de interés (Horne J. , 1991, citado en Lane 1993).

¹⁴ La sostenibilidad no necesariamente implica una conducta óptima, cuya satisfacción depende de la ausencia de externalidades. Por ejemplo, para el caso de la Unión Europea, una disciplina de mercado efectiva conlleva a que ningún país mantenga un déficit insostenible, pero no que la posición general de la política sería un óptimo global; aún podría ser necesaria una coordinación de políticas, a fin de evitar que las políticas fiscales de un país afecten a las economías de otros países sin que se reflejen en los precios del mercado (Mussa, 1991, citado en Lane, 1993).

La regla implica que un prestador accederá a continuar prestando dinero mientras el monto adeudado no sea excesivo, claro subiendo la tasa de interés. Sin embargo, llegado un punto en el que la deuda se torne insostenible, no habrá tasa de interés que pueda compensar el riesgo de incumplimiento y los fondos se cortaran. Para el caso de un gobierno, la disciplina de mercado encuentra dificultades en su funcionamiento, al no existir modo alguno de determinar el patrimonio neto del prestatario soberano. Por otro lado, no se vislumbra más sanciones sobre un gobierno moroso además de su exclusión del mercado, lo que deviene en incertidumbre y dificulta una adecuada valoración del riesgo de incumplimiento (Lane, 1993).

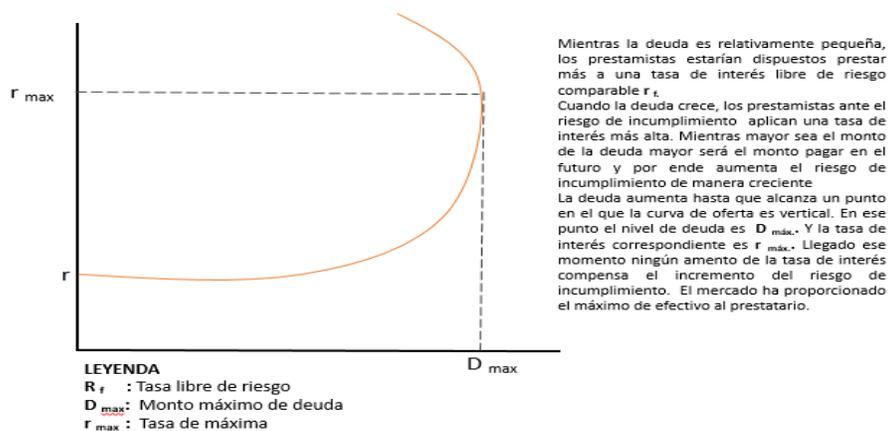


Gráfico 4

Así también el gobierno puede optar por la monetización de su deuda (si toma prestado en su propia moneda) haciendo que la tasa de interés sean más altas y se produzca una depreciación del tipo de cambio seguida de una inflación (Lane, 1993), incluso si la monetización no es inmediata, basta solo con su previsión en el largo plazo por parte de los prestamistas para que estos respondan con una suba de la tasa de interés a modo de precaución (Sargent y Wallace, 1981). Llegado a ese momento en el que ya se ha producido una crisis, el deudor debe necesariamente enrumbar su camino hacia la sostenibilidad, precisamente el rol de la disciplina de mercado consiste en que los gobiernos puedan interpretar anticipadamente las señales que el mercado les está dando a efecto de evitar la aparición de una crisis. Una fuga de capitales también cumple un rol disciplinario con los prestatarios, pues aquí los prestatarios nacionales pierden el acceso al ahorro de los residentes nacionales que, temerosos del manejo económico del gobierno, refugian sus ahorros en lugares más estables y seguros.

Nos obstante, la disciplina de mercado también puede ocasionar resultados adversos al esperado, imaginemos el efecto que tiene dentro de una región determinada el incremento de la tasa de interés a un país deudor de la zona: puede producir un efecto contagio que empujaría a los prestamistas a imponer las mismas tasas elevadas a países vecinos que no están atravesando situaciones de insostenibilidad, por ende, estarían sufriendo una externalidad al sufrir las consecuencias de una acción de la cual no son responsables (Lane, 1993).

Lane (1993) señalaba que para que exista disciplina de mercado deben existir ciertas condiciones, en principio los mercados financieros debían permanecer abiertos (no existencia de controles de capital) y garantizar una información adecuada a los prestatarios sobre la solvencia de los prestamistas¹⁵, lo que implica la cooperación conjunta de la partes involucradas¹⁶ para recopilar y divulgar información relevante sobre los movimientos internacionales de capital (Bishop, Damrau y Miller, 1989; citados por Lane, 1993).

Lane también señalaba que los mercados no deberían facilitar un rescate a un prestatario caído en default ni tampoco debía permitírsele financiarse a través del banco central, al respecto mencionaba que:

“(...) a posteriori, los rescates suelen ser beneficiosos, ya que con frecuencia compensan a las personas por pérdidas debidas a circunstancias que escapan a su conocimiento y control, y pueden evitar que un incumplimiento tenga consecuencias sistémicas. Ex ante, sin embargo, la promesa de un rescate lleva a un problema de riesgo moral: reduce el incentivo para que los prestamistas monitoreen el comportamiento del prestatario y tomen en cuenta este comportamiento en las decisiones de préstamos, y disminuya el incentivo del prestatario para mantener la solvencia” (Lane, 1993, pág. 11).

Del mismo modo, merece nuestra atención resaltar la condición referente a la necesaria existencia de motivación del prestatario para responder a las señales del mercado. El que un gobierno no responda a las señales de mercado puede deberse a muchos motivos. Por ejemplo, el corto tiempo que un gobierno espera mantenerse en el poder, puede empujarlo a incurrir en

¹⁵ Con especial atención en los flujos internacionales de capital, para evitar problemas de contagio (tasas de interés mayores a países solventes) o por el contrario no agravamiento de la situación de un país ante malos cálculos en torno a su capacidad pago.

¹⁶ Un ejemplo de esto se encuentra en los balances anuales que elabora la CEPAL sobre las finanzas públicas de Latinoamérica.

un elevado déficit con miras hacia una reelección en el futuro, dejando volúmenes de deuda cuantiosos a sus sucesores políticos. Puede deberse también a una decisión estratégica del gobierno de turno concerniente en limitar el gasto público de sus sucesores (Torsten y Svensson, 1989; Alesina y Guido, 1990). Así mismo, podría ser consecuencia igualmente de una inerte capacidad de reacción ante la presión política de sus aliados (para el caso de gobiernos de coalición) de elevar el déficit (Nuriel y Sachs, 1989).

De igual modo, podría suceder que el prestatario no tenga interés alguno en honrar su deuda, por lo que una tasa de interés alta a modo de señal de mercado no surte efecto alguno en su comportamiento futuro. Aquí surge un problema de selección adversa, porque existen prestatarios que no piensan cumplir sus compromisos y por otro lado existen prestamistas que ignoran quienes pueden ser estos prestatarios, debido a que carecen de los elementos suficientes para identificarlos (Stiglitz y Weiss, 1981, citado por Lane, 1993). De lo dicho anteriormente podemos señalar que una tasa de interés alta no tiene efectos disciplinarios cuando un prestatario está cerca de la insolvencia, de modo que el único camino que queda es la exclusión del mercado¹⁷. En definitiva, las condiciones no siempre se cumplen, sin embargo, ello no debe ser óbice para desmerecer el rol que desempeña el mercado financiero como ente disciplinario. Igualmente conviene tener presente que no necesariamente la disciplina del mercado puede garantizar un comportamiento óptimo en un prestatario soberano, *“en la medida en que el proceso político pueda no reflejar con exactitud el bienestar público; incluso si el camino resultante fuera consistente con la solvencia”* (Mondigliani, 1986, citado por Lane, 1993)¹⁷.

2.3. El lenguaje jurídico en la relación contractual derivada de una emisión

Un instrumento de deuda se caracteriza por tener como contenido una serie de cláusulas que se encargan de regir el futuro del contrato, regulando por ejemplo lo concerniente a los pagos, a la igualdad de condiciones entre acreedores, reglas para la adopción de un plan de

¹⁷ Lane señalaba a modo de evidencia empírica de su teoría, el caso del acceso a los mercado financiero a comienzos de los años 90 de México, Argentina y Chile, países que durante la década pasada atravesaron graves crisis económicas relacionadas a la insostenibilidad de su deuda. Así también señalaba el caso de la República Checa y de Hungría que venían cumpliendo sus obligaciones con sus acreedores a tiempo y gozaban de un acceso amplio al mercado. También resaltaba el ejemplo de Polonia, que debido a ciertas dificultades internas, solo tenía acceso a créditos en el corto plazo y finalmente ponía de manifiesto el caso de Rumania y Bulgaria, países que se encontraban excluidos del mercado al atravesar problemas más graves de sostenibilidad esos años.

reestructuración y la obligación de mejorar la oferta ya realizada con un grupo de acreedores cuando se cierra una negociación con otro, en el que éstos últimos han obtenido un mejor tratamiento. Muchas veces la función que cumplen las cláusulas incluidas en los contratos de deuda es permitir que se transmitan adecuadamente señales al prestatario para que adecúe su conducta de forma sostenible, a fin de evitar verse perjudicado de aplicársele determinada cláusula. Algunas de esas disposiciones son principalmente¹⁸:

2.2.1. La cláusula *Pari Passu*

Es cláusula es comúnmente empleada en contratos de préstamos sindicados¹⁹ en el mercado internacional. La inclusión de dicha cláusula asegura un trato igualitario a todos los tenedores de bonos (prestatarios) que entren dentro de un canje de deuda, así como también impone que ningún prestatario participante del canje reciba un pago sin que antes, el resto que no entró al canje, haya recibido también su pago (Arbia, 2014). Esta cláusula estuvo presente en los canjes de deuda argentinos, tanto en el de 2005, como en el de 2010. Un 93% de los acreedores aceptó la propuesta mientras que un pequeño 7% no lo hizo, a este grupo se le conoce como *holdout* (traducido del inglés al español como “quedarse afuera”). La cláusula empezó a usarse desde 1995, documentándose el caso de Perú contra el Fondo Elliot, que llevo a ambos a los tribunales en dónde el fondo consiguió que el país sudamericano previamente les pagara el monto total de sus bonos más intereses, previo al pago de aquellos acreedores con los que había acordado una reducción.

¹⁸También podría señalarse aquí a los bonos al portador (bearer bonds) que hace que todos los títulos sean transables entre los tenedores de bonos, por lo que toda transferencia que se haga de las mismas queda libre de la interferencia del emisor. El Negative pledge que consiste en la prohibición al deudor de otorgar y ofrecer garantías respaldadas con sus activos a nuevos inversores, sin antes haber ofrecido las mismas garantías a los inversores actuales. La de Events of default y Cross default clause (cláusula de incumplimiento cruzado), la primera enumera y clasifica las diferentes situaciones que harían pensar a los acreedores que un país deudor estaría inmerso en una situación de suspensión de pagos, mientras que la segunda prevé que en caso ocurra el evento de default, es decir, se produzca una situación de suspensión de pago, los tenedores de bonos pueden demandar la devolución inmediata de préstamo concedido. La finalidad de esta cláusula es brindar una señal al deudor de evitar verse inmerso en una situación de default. *La Material Adverse change clause que regula* la facultad que tienen los acreedores en exigir al deudor remediar la situación de peligro en la que se encuentra adoptando medidas idóneas para recuperar la sostenibilidad, entre otras.

¹⁹ Varias operaciones de préstamos realizadas por varios bancos.

2.2.2. La cláusula *Right Upon Future Offer* (RUFO por sus siglas en inglés)

Esta cláusula prevé que aquellos prestatarios que sí acordaron con un gobierno entrar dentro una reducción de intereses en el marco de un canje de deuda, tienen el derecho a recibir una mejor oferta en iguales condiciones a la que obtuvieron aquellos prestatarios que no entraron dentro del canje. En otras palabras, la existencia de esta cláusula obliga a un gobierno a igualar la oferta que ha pactado con sus acreedores no restructurados con la de sus acreedores no restructurados (Arbia, 2014). La existencia de esta cláusula impedía por ejemplo a la Argentina atender el reclamo de los *holdouts*, no sin antes mejorar la oferta a sus otros acreedores restructurados, más adelante volveremos a tratar este tema cuando analicemos el impacto de la presencia de los *holdouts* en el proceso de reestructuración argentino (Guzmán y Casas, 2018).

2.2.3. Cláusula de acción colectiva (CAC)

La inserción de este tipo de cláusulas tiene como objetivo minimizar los efectos negativos del accionar de los *holdouts* al desincentivar una reestructuración de deuda. Esta cláusula regula un mecanismo de acción colectiva que permite a los bonistas, que previamente acordaron reestructurar y conceder una reducción en el monto de los intereses, imponer a los bonistas minoritarios (*holdouts*) su decisión de entrar a un canje (Arbia, 2014).

Para el cómputo de la mayoría se calcula un rango de entre 66% y 75% de tenedores de bonos. La adopción de este mecanismo y su inclusión dentro de los contratos de deuda ha sido fomentada por el FMI (Guzmán y Stiglitz, 2016). Constituye el basamento principal del enfoque contractual en defensa del accionar de los *holdouts*. Más adelante volveremos a esta cuestión cuando se aborde el enfoque contractual, que involucra la puesta en marcha de las cláusulas de acciones de colectivas.

2.3. Los *holdouts*

La existencia de *holdouts* y *free riders* es un problema muy estudiado dentro del Análisis Económico del Derecho, para entender ambos conceptos y diferenciarlos conviene hacer mención del ejemplo descrito por Calabresi y Melamed (1972) en su célebre trabajo “*Property*

Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral”. En el ejemplo los autores imaginan un campo grande dividido en 1000 parcelas cuya titularidad también corresponde a 1000 personas. El terreno a su vez beneficia a otras 100.000 personas que estarían dispuestas a financiar la construcción de un parque aportando cada una 100 dólares a modo de contribución. Suponiendo que cada parcela del terreno es igual a la otra, cada uno de los cien propietarios valora su parcela en 8000 dólares. Si la disposición al pago de los compradores es de 100, podrán ofrecer un máximo de 10.000 dólares por cada parcela. En consecuencia, habrá un excedente de 2000 (10.000-8000) dólares entre la disposición a pagar y el precio en el que se halla valorada cada parcela, por ende el parque se construirá.

Sin embargo, desde el lado de los vendedores, una minoría de propietarios buscando obtener un rédito sobre el excedente de 2000, podría pedir más de 8000 dólares por su parcela luego de que la mayoría haya vendido. A este tipo de aprovechadores se les conoce como *holdout*, haciendo referencia a quienes se quedan fuera del acuerdo. Desde la perspectiva de los compradores, un pequeño grupo de personas dentro de las cien mil podría no estar dispuesta a contribuir con sus 100 dólares, con la esperanza de que el resto de personas compensen el dinero faltante, a ese tipo de sujetos se les denomina *free rider*. Las acciones de los *holdout* empujarían a una situación de sobrevaluación de las parcelas que imposibilitaría la construcción del parque, como también lo haría una subvaluación propiciada por conductas *free rider*.

La solución que proponen Calabresi y Melamed al problema de los *holdouts* consiste en pasar de un sistema de reglas de propiedad a uno de responsabilidad, que posibilite que el Estado haga la valuación del bien y pague a su propietario el valor que estimen conveniente, es decir, una expropiación. Trasladado este ejemplo al tema que nos ocupa podemos hacer una comparación en el hecho de que, ante el peligro de afrontar una crisis económica, la necesidad de una reestructuración es evidente. En ese contexto los acreedores evaluarán el costo de conceder al deudor una reducción de los intereses a efectos de no verse afectados por el incumplimiento de sus obligaciones, en otras palabras evaluarán el costo de una reestructuración de deuda fijando una nueva tasa de descuento del interés.

Para la fijación de la tasa de descuento tendrán en cuenta la proposición presentada por el deudor, quien sabiendo sus reales posibilidades económicas señalará que porcentaje de interés necesita que se le reduzca. Hasta este momento el acuerdo es óptimo para ambas partes, el deudor que desea una reestructuración ha establecido el precio que puede pagar por ella y el acreedor el precio al que puede otorgársela. Sin embargo, un grupo minoritario de acreedores, luego de que la mayoría haya cerrado el trato, buscará obtener un rédito del excedente positivo entre la disposición a pagar del deudor y el monto que finalmente paga, dicha decisión conduce a que el proceso finalmente no se lleve a cabo. En ese sentido, en un ejemplo como este ¿será también viable pasar de una regla de propiedad a la de una de responsabilidad? De resolver esa cuestión nos ocuparemos más adelante en el siguiente capítulo.

El término *holdout* identifica a aquellos fondos que suelen operar comprando deuda de países que están a punto de entrar en default, circunstancia que hace que puedan adquirir la deuda a precios menores de su valor nominal, para luego litigar en tribunales extranjeros el pago de la deuda y del total de sus intereses acumulados. Al estar constituida la ganancia de dichos fondos en el rédito que obtienen de la diferencia entre lo que pagan y lo que piensan obtener litigando, suelen ser los principales opositores a la suscripción de un acuerdo de reestructuración, pues la idea de conceder reducciones sobre los intereses acumulados se aleja del beneficio privado que esperan obtener, más aún si la vía judicial les asegura una alta probabilidad de una suma cercana al monto total de la deuda, por lo que no tienen incentivo alguno a conceder una quita.

2.3.1. Su papel dentro del proceso de reestructuración

El accionar de los *holdouts* o fondos buitres, como también han sido denominados, desincentiva a los acreedores dispuestos a aceptar un plan de reestructuración, pues avizoran un mejor resultado económico en términos rentabilidad, ya que hace que les sea más rentable litigar por el pago total de la deuda que adoptar una postura complaciente con el deudor y concederle un reajuste a los intereses que adeuda. Pero además, el accionar de estos fondos tiene repercusiones serias en el proceso de recuperación económica de un país, puesto que le impide honrar sus obligaciones, incluso con los acreedores ya reestructurados.

A menudo durante el litigio, estos fondos obtienen medidas cautelares de embargo sobre cuentas de países deudores, ello pone en riesgo la capacidad económica del país para poder atender sus compromisos con aquellos acreedores con quienes se ha comprometido luego de la reestructuración, poniéndoles en riesgo de entrar en default nuevamente. En síntesis las acciones emprendidas por los *holdouts* eliminan incentivos para aceptar un acuerdo de reestructuración y a su vez hacen severamente ineficiente al mercado de deuda soberana (Guzmán y Stiglitz, 2016).

2.3.2. El accionar de los *holdouts* contra Perú y Argentina

En Latinoamérica a lo largo de muchos años hemos transitado por periodos económicos muy convulsos principalmente durante la década de los 80s, conocida como la década pérdida, durante dicho periodo la deuda pública de los países en la región alcanzó niveles muy altos tornándose impagable, lo que motivó a que durante la siguiente década se implementaran políticas consensuadas tendientes a la reestructuración de la deuda dentro del marco del Plan Brady²⁰, recalculando los montos y permitiendo un alivio a la economía de las naciones afectadas. No obstante, el inicio de este proceso puso en evidencia una debilidad del sistema: la imposibilidad de llevar adelante el acuerdo debido a la falta de unanimidad en su aceptación, por parte del conjunto total de acreedores.

La naturaleza de los contratos de deuda hace que en su redacción se incluya cláusulas que aseguren el trato igualitario a todos los acreedores en relación a una única deuda contraída por un mismo deudor, la muy conocida cláusula *pari passu*. Precisamente dicha estipulación fue el basamento para que dos juzgados de Estados Unidos fallaran a favor de un grupo minoritario de inversionistas (*holdouts*) en contra de Perú²¹ (1998) y de Argentina (2011). Dichos acreedores había rehusado formar parte del acuerdo de reestructuración de ambos países. Esta decisión judicial causó serios estragos en el proceso de recuperación económica de ambos

²⁰ Fue un plan adoptado en 1989 con el objeto de reestructurar la deuda soberana, básicamente consistió en el intercambio de la deuda vencida y no pagada por los denominados bonos Brady, que a su vez permitían el retorno de los países deudores al mercado de crédito internacional. Los bonos Brady incluían también un recálculo de intereses de la deuda.

²¹ El fallo fue en de segunda instancia, pues en la primera se obtuvo un resultado favorable.

países. Mientras Perú optó por negociar y eventualmente pagar su deuda, Argentina se rehusó a pagarla inicialmente perjudicando su calificación crediticia internacional, salvando esta situación recién en 2016, cuando el nuevo gobierno inició las negociaciones para el pago de dicha deuda.

En la actualidad ni Perú ni Argentina se encuentran fuera de la órbita de los fondos buitres. En 2015 el país andino fue demandado por el *holdout Gramercy*, que adquirió bonos de deuda peruana derivados de la deuda agraria²². Dicha deuda de más de 40 años de antigüedad, sustentó su demanda por el pago de más de cinco mil millones de dólares²³ (RTI, 2015). Mientras que en 2016 el fondo *Draw Capital Partners*, filial de *Elliot Management*, demandó al país austral el pago de intereses no cobrados durante los años 2014 y 2016 derivados de los bonos restructurados entre los años 2005 y 2010. Es decir, reclamó los intereses que no cobraron debido a la vigencia de la medida cautelar que impedía efectuar cualquier pago al gobierno argentino. Dicho de manera más sencilla, demandó el pago de intereses sobre intereses (Guzmán y Casas, 2018). Este tipo de eventos nos permiten apreciar cómo la inexistencia de una regulación clara del mercado de crédito internacional incita el incremento del accionar de los *holdouts*, quienes ven en la ausencia de marcos legales definidos y vinculantes una oportunidad de incrementar su patrimonio generando altos costos sociales.

2.4. Reestructuración de deudas soberanas, su importancia y necesidad

Hemos señalado que cuando la deuda pública de un país se torna insostenible, la reestructuración se hace necesaria, ya que permite al país refinanciar su deuda y a la vez conseguir el tiempo necesario para enmendar errores pasados retomando nuevamente el camino del crecimiento (Guzman, 2016). Sin embargo, una reestructuración de deuda no es un proceso nada sencillo porque involucra la aceptación por parte de todos los acreedores de la propuesta presentada por el país deudor. Obtener esa anuencia unánime a menudo imposibilita llevar a adelante el proceso.

²² Emitidos por el Perú entre los años 1968 y 1982, para compensar a los latifundistas cuyas tierras fueron expropiadas durante la dictadura militar de Juan Velasco Alvarado.

²³ Debido a los intereses y el ajuste por inflación

Recapitulando lo dicho hasta este momento, el arribo a una situación de insostenibilidad de deuda en principio es indicativo de que la nación afectada por este problema en determinado momento de su historia emprendió una política fiscal expansiva (aumento del gasto) que no guardaba relación con sus reales capacidades para generar los ingresos que la financiaran (Guzman, 2016; Sach y Larraín, 2002). Si, como resolución a su primario estado de insolvencia, el Estado negocia favorablemente un crédito con una organización internacional crediticia que realiza una estimación inadecuada de su capacidad de pago futuro, el resultado final será el inicio de un proceso de reestructuración en el corto o mediano plazo.

Con lo que hemos señalado línea arriba, ponemos en evidencia que la reestructuración no es un aspecto que debe ser tomado en cuenta solo en el momento de insostenibilidad máxima, por el contrario, conviene atender a los indicadores que vaticinan tales períodos económicos con previsibilidad. Por ende, es necesario considerar la futura posibilidad de una reestructuración de deuda al momento de negociar créditos, es decir, al momento de la celebración de los contratos de deuda.

En dichos contratos se regula la relación contractual que las partes se obligan a cumplir y en consecuencia sus articulados deben contener reglas que definan un eventual refinanciamiento de deuda basado en objetivos básicos de eficiencia. La eficiencia implica por ende dos etapas ex ante (acuerdo de un préstamo entre acreedor y deudor) y ex post de un contrato de deuda (insolvencia sobrevenida e inicio de un proceso de reestructuración). El no contar con instrumentos legales adecuados que posibiliten la puesta en marcha de un proceso de reestructuración impide abandonar el estado de insostenibilidad de la deuda pública e impide la recuperación económica (Guzman, 2016).

2.5. Enfoque contractual y enfoque legal

2.5.1. Enfoque contractual

Las cláusulas de acción colectiva (CAC) no son una novedad en el mundo de la deuda soberana y la reestructuración. En efecto, desde 2003 han venido insertándose en muchos

contratos de deuda²⁴ a recomendación del gobierno de Estados Unidos (Sánchez, 2015), partidario de una solución para la reestructuración de deuda soberana basada en el mercado; contraria a la del Marco de Reestructuración de la Deuda Soberana (MRDS), defendida por el FMI. La propuesta del enfoque contractual se centró sobre la base de tres premisas propuestas por su impulsor, el ex subsecretario del Tesoro de Estados Unidos John Taylor: “*en la introducción de nuevas cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda, en la determinación de ciertos patrones de conducta para acreedores y deudores mientras definen los pormenores de los términos de las nuevas cláusulas y en la generación de incentivos para estimular a los países a adoptar tales cláusulas*” (Sánchez, 2015, pág. 7).

Los primeros en incluirla en sus instrumentos de deuda fueron los mexicanos (Ocampo, 2016), para el año 2010 más del 90% de los bonos emitidos incluían dicha cláusula (Haley, 2016). La inclusión de las CACs condujo a una mejora de los mercados de deuda durante la primera década del siglo XXI. Sin embargo, en 2012, los problemas de Grecia y Argentina pusieron en jaque al sistema evidenciando su imposibilidad de hacer frente a los problemas derivados de los *holdouts* (para el caso argentino) y la reestructuración griega. Ello motivó a que los defensores del modelo contractual empezaran a trabajar nuevamente en una solución que fuera útil para enfrentar los nuevos retos.

Fue así que, a través de la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés) y con el respaldo del FMI, desarrollaron una segunda generación de cláusulas de acción colectiva, cuya novedad era la inclusión de un sistema de votación agregada que dificultaba el accionar de los *holdouts*. (Haley, 2016; Guzman, 2016). México nuevamente dio el ejemplo al ser uno de los primeros países en incluir esta segunda generación de CACs²⁵ en la emisión de sus bonos de deuda en 2014.

²⁴ Aunque es menester precisar que en el sector público su uso en la emisión de bonos internacionales se ha incrementado desde 1996, dicho uso se circunscribía estrictamente a las jurisdicciones inglesa y japonesa. No fue sino hasta 2003 que se empezó a utilizarse en bonos emitidos dentro de la jurisdicción de New York.

²⁵ En adelante cualquier referencia a esta cláusula deberá entenderse que se trata de las de segunda generación, salvo que se especifique lo contrario.

Una definición clara y de fácil comprensión de las cláusulas de acción colectiva se encuentra en Anciano:

Son reglas de agregación de mayorías representativas entre los tenedores de ciertos bonos. Se utilizarán en los casos en los que pueda plantearse la modificación de las condiciones de un instrumento de deuda, evitando la necesidad de lograr la unanimidad entre todos los tenedores de bonos, al permitir que se puedan adoptar dichas modificaciones por un número determinado de inversores, que tendrán carácter vinculante, y así evitar que una minoría pueda bloquear soluciones aprobadas por la mayoría (Anciano, 2013).

El que un contrato de deuda contenga CACs implica que, de plantearse la necesidad de una reestructuración de deuda, el consentimiento de los acreedores se produciría con el voto favorable de una mayoría especial cualificada, con plenas facultades para acordar variaciones en cuanto al monto de la deuda, la tasa de interés y los vencimientos. A efectos de un mejor desarrollo del enfoque contractual es conveniente diferenciar las CACs de primera generación, conocidas también como cláusulas de acción colectiva tradicionales serie por serie, de las de segunda generación o nuevas cláusulas de acción colectiva.

2.5.1.1. CACs de primera generación o tradicional serie por serie

Como se señaló anteriormente, la característica principal de las CACs es que permiten que una mayoría calificada de tenedores de bonos, dentro de una emisión específica de bonos, vincule dentro de su decisión de llevar adelante una reestructuración a una minoría contraria a dicha idea, evitando así que dicha minoría pueda bloquear el proceso. En términos financieros, una CAC permite que las condiciones de un bono (intereses, monto, etc.) se modifiquen por decisión de la mayoría de los tenedores que posean el 75% del capital principal pendiente de una serie de bonos dada (FMI, 2014).

Se suele afirmar que, si bien causan serios inconvenientes en las operaciones realizadas por *holdouts*, las CACs no constituyen una solución definitiva (Haley, 2016). Ello ocurre debido

a que la mayoría de las cláusulas de acción colectiva insertas operan serie por serie, lo que permite que un grupo pequeño de acreedores obtenga una posición de bloqueo²⁶ en una serie específica, evitando así la reestructuración, poniéndose de manifiesto una de las vulnerabilidades de este enfoque. Si a ello se le suma decisiones jurisdiccionales como las adoptadas por la Corte de Nueva York, que otorgan mayores herramientas a los *holdouts*, los resultados son mayores incentivos a estos para incidir en el posicionamiento estratégico sobre los bonos evitando la aplicación de las CACs, mientras que por otro lado se desincentiva a los demás acreedores a participar de una reestructuración (FMI, 2014).

2.5.1.2. CACs de segunda generación con mejoras en el mecanismo de agregación

La novedad que trae consigo esta nueva cláusula es la introducción de una aclaración de la cláusula *pari passu* por un lado y por otro la adición de mecanismos de agregación en el procedimiento de votación, en las siguientes líneas describiremos paso a paso cada uno de los nuevos mecanismos propuestos. La finalidad de la aclaración es evitar que se produzcan interpretaciones, como la adoptada por el juez Griesa en el caso argentino, que pongan en peligro un proceso de reestructuración.

2.5.1.2.1. Nueva cláusula *Pari Passu*

Como dijimos líneas arriba, una novedad de esta cláusula, es que proporciona una aclaración de la cláusula *pari passu*, *dónde* indica que no se exigirá un pago proporcional a todos los acreedores²⁷, sino solamente a aquellos con igual rango jurídico, además de que solo se prohibirán acciones que subordinen jurídicamente a ciertos acreedores cuyos créditos no están

²⁶ Un ejemplo de esta situación se encuentra en el caso de la reestructuración de deuda griega de 2012, dónde los *holdouts* obtuvieron una posición de bloqueo en cerca de las mitad de los bonos regidos por la ley extranjera, impidiendo el funcionamiento de las CAC en esas series.

²⁷ “*More specifically, following the approach used by Ecuador and Greece, the ICMA Model Clauses make explicit that, while it requires equal ranking of all unsubordinated external indebtedness, it does not require that such indebtedness be paid on an equal or ratable basis*” (el subrayado es nuestro). *Más específicamente, siguiendo el enfoque utilizado por Ecuador y Grecia, las Cláusulas Modelo de la ICMA explicitan que, si bien requiere una clasificación igual de todas las deudas externas no subordinadas, no requiere que dicha deuda se pague de manera igual o proporcional (traducción propia).*

garantizados”²⁸ (FMI, 2014; Sánchez, 2015). Un ejemplo de cómo se viene redactando esta aclaración se aprecia en las nuevas emisiones de deuda efectuadas por Ecuador y Grecia:

The Notes will rank equally in terms of priority with Ecuador’s External Indebtedness (other than Excluded Indebtedness), provided, that, such ranking is in terms of priority only and does not require that Ecuador make ratable²⁹ payments on the Notes with payments made (subrayado nuestro) on its other External Indebtedness³⁰ (FMI, 2014, pág. 14).

The Notes rank, and will rank, equally among themselves and with all other unsubordinated and unsecured borrowed money of the Republic; provided, however, that, consistent with similar provisions in the Republic’s other indebtedness, this provision shall not be construed so as to require the Republic to pay all items of its indebtedness ratably as they fall due (subrayado nuestro) (FMI, 2014, pág. 14).

Con la inclusión de estas aclaraciones a la cláusula *pari passu* se complica la labor de los *holdouts*, evitándose situaciones como la ocurrida con Argentina ante los Tribunales de Nueva York. No obstante, resta decir que el contenido de esta nueva cláusula siempre estará a merced de la interpretación que de ella hagan los jueces, lo que se traduce en incertidumbre (Haley, 2016). Al respecto, desde el FMI coinciden que la mejor manera de saltar tal obstáculo es redactando la cláusula de manera que explícitamente se excluya la obligación de efectuar pagos proporcionales a cada acreedor³¹. Respecto a un incremento del costo de los créditos

²⁸ “Consistent with the above, ICMA has proposed a new standard form of *pari passu* clause for sovereign bonds in its Model Clauses. This *pari passu* clause is designed to make clear that it is only an “equal ranking” clause that prohibits the sovereign from legally subordinating the indebtedness to other relevant debt” (el subrayado es nuestro) (FMI, 2014). De acuerdo con lo anterior, el ICMA ha propuesto una nueva forma estándar de cláusula *pari passu* para bonos soberanos en sus cláusulas modelo. Esta cláusula *pari passu* está diseñada para dejar en claro que es solo una cláusula de “clasificación igual” que prohíbe al soberano subordinar legalmente el endeudamiento a otras deudas relevantes (traducción propia).

²⁹ Según el diccionario, puede traducirse el término *ratable payment*, como pago proporcional.

³⁰ Las notas se clasificarán equitativamente en términos de prioridad con el endeudamiento externo del Ecuador (que no sea el endeudamiento excluido), siempre y cuando dicho ranking sea sólo en términos de prioridad y no exija que el Ecuador haga pagos proporcionales en las notas con pagos hechos en otro endeudamiento externo suyo (traducción propia).

³¹ “In light of the uncertainty concerning the interpretation of the *pari passu* clause, staff is of the view that *pari passu* clauses should be drafted in a manner that, consistent with the ICMA Model Clauses, explicitly excludes the obligation to effect ratable payments” (el subrayado nuestro) (FMI, 2014).

relacionado con la inclusión de estas modificaciones, desde el FMI sostienen que no ha habido evidencia al respecto que sugiera tal efecto (FMI, 2014). En resumen, la nueva cláusula *pari passu* aclarada dice lo siguiente:

*The Notes are the direct, unconditional and unsecured obligations of the Issuer and rank and will rank pari passu, without preference among themselves, with all other unsecured External Indebtedness of the Issuer, from time to time outstanding, provided, however, that the Issuer shall have no obligation to effect equal or ratable payment(s) at any time with respect to any such other External Indebtedness and, in particular, shall have no obligation to pay other External Indebtedness at the same time or as a condition of paying sums due on the Notes and vice versa*³² (FMI, 2014, pág. 15)(*el subrayado es nuestro*).

2.5.1.2.2. Agregación en la votación

Un mecanismo de agregación en las votaciones serie por serie de bonos dificulta un intento de bloqueo por parte de los *holdouts* y por otro lado proporciona certeza a los titulares de otras series de que los demás titulares de todas las series estarán vinculados con el proceso de reestructuración, lo que se traduce en un incentivo a participar en ella³³. A la luz de los beneficios reportados gracias a la inclusión de CACs en los contratos de deuda, algunos países han empezado a insertarlas³⁴ en sus emisiones (FMI, 2014).

³² Las notas son las obligaciones directas, incondicionales y no garantizadas del emisor y rango y se clasifican *Pari passu*, sin preferencia entre ellas mismas, con todos los demás endeudamientos externos no garantizados del emisor, de vez en cuando, siempre, sin embargo, el emisor no tendrá obligación, de efectuar pagos iguales o proporcionales en cualquier momento con respecto a cualquier otro endeudamiento externo y, en particular, no tendrá obligación a pagar otra deuda externa al mismo tiempo o como una condición de pagar las sumas debidas en las notas y viceversa

³³ Como ejemplo positivo de inclusión de mecanismos de agregación en la votación se resalta el caso griego, durante la reestructuración de su deuda nacional en 2012, se promulgaron leyes que agruparon las emisiones en leyes nacionales a fin de evitar posibles bloqueos por parte de los acreedores en emisiones individuales permitiendo que las cláusulas de acción colectiva insertas en los instrumento de deuda, funcionaran.

³⁴ Para el año 2014, Argentina, República Dominicana, Grecia y Uruguay las habían incluido en sus instrumentos de deuda emitidos. Se dispuso la inclusión de CACs a partir del 1 de enero de 2013 en todos bonos de la Zona Euro (nacionales y extranjeros) que tuvieran vencimientos superiores a un año.

No obstante, cabe precisar que a pesar de todo lo dicho anteriormente, el mecanismo de agregación de las CACs se halla limitado dada su estructura de votación en dos ramas (*two limbs* en inglés). Dicho mecanismo hace que se requiera un umbral mínimo para la adopción de la decisión por todas las series que se pretenden reestructurar (segunda rama) y otro en cada serie de bonos, es decir, serie por serie (primera rama). Empero, a pesar de ello es menester resaltar una ventaja respecto al primer tipo de CACs tradicional, la cual se halla en el nivel mínimo de tenedores requeridos de cada serie, que pasa del 75% anterior a un 66%, equivalente a los 2/3 del monto principal en manos de los tenedores. Ello produce un incremento de costos para los *holdouts*, pues encarece la adopción de posiciones de bloqueo (FMI, 2014).

A pesar de la reducción en el porcentaje mínimo requerido para la aprobación de una reestructuración, aún subsiste la posibilidad de que los *holdouts* puedan frenarla, claro a un mayor costo, sin embargo, mientras los incentivos sean altos y los costos de la adquisición de más acciones sean inferiores al costo de la ganancia esperando, siempre habrá un peligro de bloqueo.

Empero, gracias al voto en dos ramas, se prevé que en caso una serie quede bloqueada por acciones emprendidas por los *holdouts*, dicha serie quedará excluida de la reestructuración y no impediría que se siga adelante el proceso con la demás restantes en dónde se ha cumplido el umbral de votación previsto (FMI, 2014). No obstante, un escenario como el descrito anteriormente resta protección a los acreedores ante el riesgo de llevar adelante una reestructuración que no incluya a todas las series de bonos, incentivándoles igualmente a adoptar una posición de *holdout*.

Para hacer frente este problema se propone la posibilidad de introducir un procedimiento de votación de una sola rama calculado sobre una base agregada en todas las series de bonos afectadas, por lo que ya no sería necesario un voto serie por serie. La inclusión de una cláusula de acción de colectiva que incluya un mecanismo de votación de una sola rama redundaría en una mayor eficacia del proceso de reestructuración por mayoría, pues un acreedor ya no podría bloquearlo adquiriendo suficientes acciones dentro de una emisión en particular (una sola serie), al eliminarse la votación serie por serie. Para hacer viable este mecanismo de votación

de una sola rama se requiere que se brinden las garantías adecuadas a todos los acreedores principalmente a aquellos que podrían verse más afectados (FMI, 2014), pero ¿Cómo diseñar un procedimiento de votación único que garantice la equidad entre acreedores?

Para el caso de varias emisiones (A, B y C), en dónde el tamaño de las emisiones de A y B son mayores a la de C, en ausencia de una votación serie por serie, existiría el riesgo de que A y B, valiéndose de su mayoría, aprobarían una reestructuración en dónde recibirían instrumentos de mayor valor a los que tiene C. La solución para evitar un trato no igualitario consiste en requerir que todo emisor soberano que desea hacer uso de la votación de una sola rama tendrá que necesariamente ofrecer a todos los tenedores de bonos, afectados con la reestructuración, el mismo instrumento o un menú de instrumentos idénticos (FMI, 2014). Es decir, que todos los afectados reciban bonos con términos uniformemente aplicables. Ello puede ocurrir de dos formas:

- a) A los tenedores de bonos se les ofrece el mismo nuevo instrumento o el mismo conjunto de instrumentos.
- b) El emisor propone modificaciones a los términos y condiciones de cada serie que hace que los instrumentos modificados contengan disposiciones idénticas.

El modelo de cláusula CAC con una votación de una sola rama establece que la reestructuración será vinculante con el respaldo del 75% del principal total pendiente de pago de las reclamaciones agregadas, coincidiendo con el umbral de votación previsto en las cláusulas CACs tradicionales. Cabe precisar que el hecho de que todos los tenedores de bonos afectados reciban el mismo instrumento o un mismo conjunto de los mismos, no garantiza similares efectos económicos para cada serie afectada pues se pueden generar diferentes resultados económicos cuando se miden sobre la base del valor presente neto (FMI, 2014)³⁵.

³⁵ Por ejemplo, en caso de que una mayoría calificada de tenedores de bonos votara a favor de aceptar el mismo instrumento a largo plazo en una reestructuración, el impacto en los tenedores de bonos con vencimientos residuales relativamente cortos en comparación con los términos contractuales originales sería mayor que en los titulares de reclamos con un plazo relativamente largo de vencimientos residuales. Otro caso podría ser también si por ejemplo, una reducción idéntica en la tasa de interés al 4% en dos series de bonos originalmente con tasas de interés del 5% y 7%, respectivamente, también daría lugar a resultados de valor presente neto diferentes para cada serie.

Sin embargo, pese a la existencia de diferentes resultados económicos, estimaciones del FMI (2014) señalan que en ocasiones los tenedores de bonos han aceptado participar en reestructuraciones, antes y después de episodios de default, en dónde se ofreció en algunos casos el mismo instrumento o un mismo menú de instrumentos, pese a los diferentes resultados económicos que pudieran presentarse en distintas emisiones. Al respecto señalan:

During the consultation process that creditors have traditionally not had a general expectation that the terms of the restructuring would seek to ensure net present value uniformity across all bond series. Indeed, a review of past international sovereign debt restructurings indicates that bondholders have willingly participated in restructurings, conducted in both pre- and post-default contexts, that offered the same instrument or an identical menu of instruments, even if this may result in different economic outcomes across issuances. In a post-default context, this reflects the fact that differences in original bond maturities cease to exist upon default, as all claims may be accelerated and become due and payable. In a pre-default context, to the extent that the restructuring takes place during a period of debt distress and there is a significant risk that a default will occur in the absence of a restructuring, creditors will also take into account the likelihood that the various claims could be accelerated and become due and payable. In this regard, a staff review of the price convergence of sovereign bonds in the period immediately before default also suggests that bond prices converge to the expected net present value of future payments of post-restructuring bond (...)³⁶ (FMI, 2014, págs. 21-22).

³⁶ Traducción propia. Durante el proceso de consulta que los acreedores tradicionalmente no tenían una expectativa general de que los términos de la reestructuración buscarían garantizar la uniformidad del valor presente neto en todas las series de bonos. De hecho, una revisión de las anteriores reestructuraciones de deuda soberana internacional indica que los tenedores de bonos han participado voluntariamente en reestructuraciones, realizadas en contextos pre y post-default, que ofrecieron el mismo instrumento o un mismo menú de instrumentos, incluso si esto puede dar lugar a diferentes resultados económicos en todas las emisiones. En un contexto posterior (el subrayado es nuestro) al incumplimiento, esto refleja el hecho de que las diferencias en los vencimientos originales de los bonos dejan de existir en el momento del incumplimiento, ya que todas las reclamaciones pueden acelerarse y vencer. En un contexto previo (el subrayado es nuestro) al incumplimiento, en la medida en que la reestructuración tenga lugar durante un período de crisis de deuda y existe un riesgo significativo de que se produzca un incumplimiento en ausencia de una reestructuración, los acreedores también tendrán en cuenta la probabilidad de que las distintas reclamaciones podrían ser aceleradas y vencidas y pagaderas”

Por otro lado, en casos dónde el deudor desee ofrecer instrumentos de diferente valor a distintos grupos de tenedores, habiendo asumido estos que tal diferenciación es necesaria para lograr una reestructuración viable, la existencia de la obligatoriedad de ofrecer el mismo instrumento a todos los acreedores impediría llevar a cabo tal acuerdo. En un caso así una votación agregada entre acreedores dispares, con distintos montos e instrumentos, resulta difícil de lograr. En respuesta a este problema se aboga por una necesaria dotación de flexibilidad a las CACs que permita la diferenciación entre acreedores. Dicha diferenciación puede darse de dos maneras:

1. Cuando el emisor ofrezca términos diferentes dentro de un grupo de emisiones de bono, la cláusula de acción colectiva permitirá emplear la votación de una sola rama para la realización de votaciones separadas para distintos grupos de emisiones de votos. En términos sencillos se permitirá una sub agregación en la votación que logra diferenciar entre distintos grupos de tenedores y *“reduce el apalancamiento de un acreedor reservado que podría socavar una reestructuración al obtener una posición significativa en una única emisión de bonos en uno de los grupos”* (FMI, 2014). Vale decir que la sub agregación también debe garantizar que todos los titulares dentro del mismo grupo reciban el mismo instrumento o conjunto de los mismos, o en su caso, las enmiendas que resulten en instrumentos con disposiciones idénticas (FMI, 2014).

2. Una segunda forma señala que cuando el emisor quiera ofrecer términos distintos a diferentes emisiones de bonos, la cláusula de acción colectiva le permitirá seleccionar un procedimiento de votación tradicional serie por serie o un procedimiento de votación agregada de dos ramas.

En el siguiente gráfico elaborado por el FMI, se presenta un cuadro comparativo respecto a la votación en los dos tipos de CACs:

| CACs con un menú de procedimientos de votación ³⁷ | | | |
|--|------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------|
| Características clave | Menú de procedimientos de votación | | |
| | Serie única | Serie agregada | |
| | | dos ramas (doble mayoría) | una sola rama (una sola mayoría) |
| requisitos de aplicabilidad uniformes | No | No | Si |
| umbral de votación | 75% (por serie) | 66% (2/3) (agregada) 50% por serie | 75% (agregada) |
| sub-agregación | No | Si | Si |

Fuente: (FMI-2014)

Gráfico 5

A pesar de las novedades introducidas por esta segunda generación de cláusulas de acción colectiva, existen todavía argumentos sobre su insuficiencia para resolver el problema de los *holdouts*. Al respecto, se señala que en la actualidad muchos de los contratos de deuda carecen de ella (se rigen por la unanimidad) y que la maduración de los actuales bonos que las incluyen será en algunos años (Shwarz, 2015; Guzmán y Stiglitz, 2016; Sánchez, 2015; Ocampo, 2016), por lo que afirmar que el accionar de los *holdout* se verá paralizado en el corto o mediano plazo resulta falaz. No obstante, existe amplio consenso que a pesar de los vacíos que puedan tener las nuevas CACs debe fomentarse su uso generalizado en la emisión de bonos, ya que contribuyen a mejorar el lenguaje contractual, clave en este enfoque (Ocampo, 2016).

Entre los argumentos en contra de mantener vigente el actual sistema de contratos privados dentro del mercado de deuda tenemos el esbozado por Conn (2016) que señala que este enfoque:

- a. No aborda la votación entre las diferentes emisiones de bonos (sin disposiciones de agregación), lo que complica la reestructuración. Esto sugiere una necesidad a corto plazo de lidiar con el lenguaje en los bonos existentes que permite *holdouts*. Si bien la nueva cláusula CAC contiene un mecanismo de agregación muy útil, la mayoría de las emisiones existentes carece de esta arquitectura

legal, por haberse emitido anteriormente, por ende están expuestas al embate de los *holdouts*.

- b. No permite el ingreso de nuevos fondos en auxilio de los deudores, ello genera que se produzcan incumplimientos o rescates promovidos por el FMI o las instituciones regionales.
- c. La no existencia de un foro común para todas las partes dónde pueda tratarse la reestructuración.
- d. Está referido solo a los intereses de las partes contratantes, por ende no aborda problemas como las amenazas sistémicas (insostenibilidad futura de la deuda o el efecto contagio) que afecten a las partes no contratantes.

Otro argumento a favor de la insuficiencia de este enfoque se encuentra en Shwarcz, (2015), que argumenta que aún ante la existencia de contratos con cláusula de acción colectiva “*el requisito de supermayoría puede ser tan alto (por ejemplo, tres cuartos) que los fondos buitres pueden comprar posiciones de bloqueo de votos que les permitan actuar como holdout*” (pág. 3). Finalmente como bien señaló Sánchez “*las CACs para nada transfieren ventajas jurídicas de los acreedores a los deudores, lo que hace es transferirla de los acreedores aislados al grupo. O sea, se trata de un mecanismo esencialmente de los acreedores y para los acreedores aunque funcional a los deudores*” (Sánchez, 2015, pág. 22).

2.5.2. Enfoque legal o del marco regulatorio internacional

Este enfoque se basa en la necesidad de regular el mercado de deuda soberana a través de un marco que opere de manera similar a la ley de quiebra de empresas, es decir, una norma que permita un procedimiento con características al proceso concursal. Sus defensores señalan que la existencia de un de marco regulatorio de este tipo haría viable el inicio de un proceso de reestructuración de deuda evitando acciones como las de los *holdouts*

, donde primaría la buena fe de las partes durante toda la negociación.

2.5.2.1. Los Tratados Internacionales desde una perspectiva económica

Los regímenes internacionales cimientan instituciones que permiten mantener estables las relaciones internacionales. Como bien ha señalado Sola (2013), “*son la respuesta a los problemas de inversiones específicas, incertidumbre y costos de transacción*” (pág.633), pues reducen el amplio marco del comportamiento esperable. A medida que la incertidumbre se disipa, la información se torna más accesible para todos y surge la simetría en su distribución.

Desde una visión económica conviene entender al sistema internacional como un conjunto de unidades independientes (Estados) que interactúan entre sí. Al igual que oferentes y demandantes interactuando en los mercados económicos, los Estados lo hacen para superar los obstáculos que les impiden consumir acuerdos y forjar alianzas útiles para sus intereses. Cada Estado de manera individual conviene en renunciar a parte de su autonomía (soberanía) en pro de obtener determinado beneficio que le sea fructífero y compense la pérdida, dicho de otra forma, la renuncia voluntaria a cierto grado de independencia se ve compensada por una mejora de las condiciones existentes que reporten mayores beneficios a los intereses del país. Cada Estado parte de una lógica individualista en la que su propio bienestar es el indicativo más importante y, en aras de incrementarlo, está dispuesto a renunciar a parte de sus propias prerrogativas como nación, convirtiéndose en un agente más dentro del mercado internacional.

Bien señala Sola (2013) que “*en la sociedad internacional el equivalente del mercado es simplemente el lugar donde los Estados interactúan para cooperar en asuntos particulares y para maximizar sus canastas de preferencias*” (pág.634). A diferencia de los mercados comunes, donde los activos son bienes y servicios tradicionales, en los mercados internacionales los activos son los propios activos del Estado. Al igual que se producen externalidades en el mercado económico, en el mercado internacional las acciones de los Estados pueden producir efectos negativos o positivos en otros Estados. En consecuencia, los Estados perjudicados buscarán la manera de eliminar la externalidad si es negativa, a través de la regulación estatal o modificando la regulación del otro Estado. Para ello, recurrirán a la negociación con el fin de llegar a un consenso que permita adoptar un acuerdo plasmado en un tratado que creará una organización internacional que se encargue de velar por el respeto y cumplimiento del acuerdo alcanzado.

En ese entender, los tratados no son más que contratos entre actores políticos que los negociaron y firmaron. Como en cualquier contrato, las partes buscan maximizar sus ganancias conjuntas derivadas del intercambio producido con la negociación, ubicándose en una posición que satisfaga sus expectativas en el sentido de Pareto. Ello quiere decir que los beneficios obtenidos del tratado serían tales que *“ningún tratado alternativo aumentaría el apoyo político para uno sin disminuir el apoyo político para el otro”* (Sola, 2013, pág. 664).

Como en todos los contratos, los firmantes están interesados en maximizar las ganancias conjuntas provenientes del intercambio, esto es, permitir que las partes alcancen su frontera de Pareto. En palabras de Sola:

Un tratado en la frontera de Pareto para los actores políticos tendría la propiedad de que ningún tratado alternativo podría aumentar el apoyo político para uno sin disminuir el apoyo político para el otro. Por lo tanto, las reglas y procedimientos para la renegociación y la solución de diferencias en un proceso de integración, por ejemplo, serían posibles de explicar a través de una lógica de maximización conjunta del bienestar político (Sola, 2013, pág. 664).

La clave del cumplimiento del tratado es el precio de su incumplimiento, siguiendo ese orden de ideas, conviene decir que la conclusión de acuerdos sin la debida aprobación del Parlamento del Estado adherente y sin la posterior ratificación, genera una suerte de incertidumbre jurídica respecto a la efectividad futura del acuerdo. En atención a ello, a fin de eliminar cualquier riesgo de incumplimiento que cercenó la efectividad del tratado, todo acuerdo posible de afectar derechos subjetivos de los habitantes de una nación debe seguir el procedimiento constitucional establecido de aprobación parlamentaria y ratificación.

A través de la ratificación, un Estado expresa su consentimiento definitivo respecto a ser vinculado por un tratado. Es un acto que, revestido de toda la solemnidad del caso, aprueba las disposiciones del acuerdo y se compromete a observar todas sus cláusulas. Advierte Sola que:

La ratificación es un acto discrecional del Estado, requiere ser tomado con la suficiente seriedad ya que es por este instrumento que el tratado vincula finalmente al Estado. La ley de aprobación es únicamente una autorización para ratificar. Sólo luego de su ratificación los tratados son obligatorios (Sola, 2013, pág. 647)

2.5.2.2. Principios internacionales sobre deuda soberana adoptados en Naciones Unidas

Antes de abordar la propuesta planteada por el enfoque legal, conviene detallar el contenido que los nuevos principios adoptados en la Resolución N° A/RES/69/319, aprobada el 10 de setiembre de 2015 por la Asamblea General de Naciones Unidas, ya que contienen las premisas fundamentales en cuanto al contenido de los derechos que una eventual norma sobre reestructuración de deudas reconocería a los deudores y acreedores. Los principios son los siguientes³⁷:

1. Derecho a iniciar una reestructuración de deuda

“Un Estado soberano tiene derecho, en el ejercicio de su facultad discrecional, a elaborar sus políticas macroeconómicas, incluida la reestructuración de su deuda soberana, derecho que no debe verse frustrado ni obstaculizado por medidas abusivas. La reestructuración debe hacerse como último recurso, preservando desde el inicio los derechos de los acreedores”.

Este principio deja sentado el derecho que tiene todo Estado a solicitar la reestructuración de su deuda, cuando esta medida sea necesaria para recuperar la estabilidad económica. Señala claramente que la propuesta es elaborada por el Estado y presentada a sus acreedores para la evaluación respectiva. Así también, deja establecido que este derecho no puede ser restringido a través de acciones abusivas. Consagra el carácter de última ratio que posee una reestructuración con el fin de evitar que el uso del derecho obedezca a fines de naturaleza espuria.

³⁷ Se sigue el mismo orden en el que son enumerados en la Res. 69/319.

2. Buena fe

“El principio de que el deudor soberano y todos sus acreedores deben actuar de buena fe implica su participación en negociaciones constructivas de reestructuración de la deuda soberana y en otras etapas del proceso con el propósito de restablecer la sostenibilidad de la deuda y el servicio de la deuda de manera rápida y duradera y de obtener el apoyo de una masa crítica de acreedores mediante un diálogo constructivo acerca de las condiciones de la reestructuración”

Aboga por la permanencia de un diálogo sincero entre las partes durante todo el proceso de negociación, desde el lado del deudor, le conmina a sincerar sus balances plasmados en la propuesta que presenta, a efectos de presentar datos verificables. Desde el lado del acreedor, le insta a negociar una reestructuración considerando los intereses de todo el grupo y no solamente el beneficio minúsculo de uno en particular. En otras palabras, insta a poner al conjunto por encima de los propios intereses.

3. Transparencia

“El principio de la transparencia debe promoverse para aumentar la rendición de cuentas de los interesados, lo que puede lograrse compartiendo oportunamente tanto datos como procesos relacionados con la renegociación de la deuda soberana”.

Patrocina que las partes, especialmente el deudor, proporcionen datos verídicos, claros y ciertos, respecto a sus reales posibilidades en torno al cumplimiento de su servicio de deuda, deplorando todas aquellas conductas que tiendan u orienten a presentar cálculos sobreestimados. Del mismo modo, estimula la participación de las organizaciones crediticias internacionales para que periódicamente evalúen el comportamiento de un Estado, resaltando la importancia de sus informes como complemento a la información proporcionada por el propio Estado.

4. Imparcialidad

“El principio de la imparcialidad exige que todas las instituciones y agentes involucrados en las reestructuraciones de la deuda soberana, incluso a nivel regional, de conformidad con sus mandatos respectivos, sean independientes y se abstengan de ejercer toda influencia indebida en el proceso y en otros interesados o de realizar actos que generen conflictos de interés o corrupción o ambos”.

Deja sentado una condición necesaria e idónea para el correcto funcionamiento de la Institución que se cree a través del marco: la independencia e imparcialidad de sus agentes, en el tratamiento de los problemas puestos a su consideración. Establece que todo tercero ajeno a la relación contractual, que por decisión de las partes se vea inmerso dentro del proceso de negociación de la reestructuración, deberá adoptar una conducta imparcial, sin favorecer a ninguna de las partes.

5. Tratamiento equitativo de los acreedores

“El principio del trato equitativo impone a los Estados la obligación de abstenerse de discriminar arbitrariamente a los acreedores, a menos que la diferencia de trato esté justificada conforme a derecho, sea razonable y se corresponda con las características del crédito, garantice la igualdad entre los acreedores y sea examinada por todos los acreedores. Los acreedores tienen derecho a recibir el mismo trato en proporción con su crédito y con las características de este. Ningún acreedor o grupo de acreedores debe ser excluido a priori del proceso de reestructuración de la deuda soberana”.

Establece que bajo ningún concepto se podrá discriminar a los acreedores, salvo que circunstancias relativas a las características del crédito lo hagan necesario y además resulten justificables, como por ejemplo, que sean necesarias para el cumplimiento del fin público de la norma. Este principio implica una clasificación de todas las obligaciones existentes a fin de agruparlas para que se permita a los acreedores adoptar mejores decisiones respecto de la

conveniencia o no de la reestructuración solicitada. Los mismos argumentos de este principio han sido esgrimidos en las modificaciones hechas a la cláusula *pari passu*, descrita anteriormente al tratar el enfoque contractual.

6. Inmunidad soberana

“El principio de la inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución en materia de reestructuración de la deuda soberana es un derecho de los Estados ante los tribunales internos extranjeros, y las excepciones deberán interpretarse de manera restrictiva”.

La finalidad de este principio es evitar que se produzcan embargos de cuentas bancarias de propiedad de los Estados deudores, cuya finalidad es el cumplimiento de sus obligaciones crediticias internacionales, así como también de bienes de uso soberano de un Estado que puedan ser embargados en el curso de proceso judicial incoado por sus acreedores.

7. Legitimidad

“El principio de la legitimidad implica que al establecer instituciones y realizar operaciones relacionadas con la reestructuración de la deuda soberana se deben respetar, en todos los niveles, los requisitos de inclusión y el estado de derecho. Los términos y condiciones de los contratos originales seguirán siendo válidos hasta que sean modificados mediante un acuerdo de reestructuración”.

Deja establecido que solo corresponderá activar el procedimiento a solicitud del propio Estado interesado en la reestructuración. De igual modo, se especifica que, en tanto las condiciones del plan de reestructuración no sean aprobadas por la mayoría respectiva de acreedoras, las condiciones originales del contrato permanecen inmutables.

8. Sostenibilidad

“El principio de la sostenibilidad significa que las reestructuraciones de la deuda soberana deben realizarse de manera oportuna y eficiente y crear una situación de

endeudamiento estable en el Estado deudor, preservando desde el inicio los derechos de los acreedores y a la vez promoviendo el crecimiento económico sostenido e inclusivo y el desarrollo sostenible, minimizando los costos económicos y sociales, garantizando la estabilidad del sistema financiero internacional y respetando los derechos humanos”.

Justifica la alternativa de optar por soluciones que conduzcan hacia una reestructuración eficiente que posibilite retomar el camino de un Estado hacia la sostenibilidad. Resalta la importancia del proceso en la recuperación económica destacando la reducción de costos económicos y sociales que justifica y debe caracterizar al proceso. Menciona que el objetivo de este tipo de iniciativas siempre debe ser buscar la estabilidad del sistema financiero, preservando siempre el derecho de los acreedores a recibir sus rentas oportunamente.

9. Reestructuración por una súper mayoría

“La reestructuración por mayoría implica que los acuerdos de reestructuración de la deuda soberana que sean aprobados por una mayoría cualificada de los acreedores de un Estado no se verán afectados, perjudicados u obstaculizados de otro modo por otros Estados o por una minoría no representativa de acreedores, que deben respetar las decisiones adoptadas por la mayoría de los acreedores. Debe alentarse a los Estados a que incluyan cláusulas de acción colectiva en sus emisiones de deuda soberana”.

Quizá el derecho más importante según nuestro parecer pues, deja sentado el derecho de la mayoría de acreedores a decidir la concesión de una reestructuración, cuando se cumpla con el umbral de votación previsto. Del mismo modo dota de seguridad jurídica a los acuerdos que se alcancen bajo este mecanismo. Merece la pena resaltar igualmente la recomendación que se hace a los Estados de no dejar de incluir CACs en sus emisiones, reconociendo la importancia de este mecanismo en la búsqueda de la eficiencia del proceso.

De acuerdo a lo señalado por Kauser (2016) el marco legal que prevé la resolución de la Asamblea General de Naciones Unidas implica dos innovaciones fundamentales: “*evita asignar la responsabilidad de la reforma procesal al FMI o a los acreedores en instituciones como el Club de París; y rinde homenaje al hecho de que el jugador clave en cualquier reestructuración de la deuda es, de hecho, el gobierno deudor*” (Kauser, 2016, pág. 223).

2.5.2.3. La propuesta del marco regulador para la deuda soberana

Este enfoque de marco regulatorio toma como modelo el Capítulo XI de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos, dicho dispositivo legal permite la suspensión de los pagos a todos los acreedores, otorgando un periodo de tiempo al deudor para que pueda reorganizar sus finanzas de manera que recupere liquidez para afrontar sus deudas y negociar con sus acreedores una reestructuración. Este marco legal permitiría que la misma sea ordenada y a la vez que el deudor pueda recibir una inyección de capital, otorgando preferencia a nuevos acreedores.

En consecuencia, los defensores de este enfoque sostienen que su utilidad radica en que crea incentivos para que deudores y acreedores acuerden voluntariamente una reestructuración, evitando que el deudor postergue dicho proceso recurriendo a sus reservas hasta que estas resulten insuficientes y se vean en la necesidad de declarar una suspensión de pagos, elevando así el costo de retornar a la sostenibilidad. En el caso de los acreedores, la existencia del marco les brinda seguridad frente al temor que enfrentan al saber que, bajo las condiciones actuales, el arreglo podría beneficiar más a aquellos acreedores renuentes a una reestructuración (*holdout*), empujándolos a adoptar comportamientos afines a éstos últimos.

Conforme señala Krueger (2002) el marco exigiría tres elementos básicos para la puesta en marcha de un plan de reestructuración:

- a) El deudor requerirá protección jurídica luego de declarada la suspensión de pagos la misma que deberá extenderse durante todo el proceso de negociación, tendrá un plazo fijo de 90 días, con posibilidad de renovación.

b) Deben brindarse garantías razonables a los acreedores para que estos tengan claro que sus intereses se encuentran protegidos durante la suspensión. Estas garantías implicarían, por ejemplo, que el deudor se abstendrá de realizar pagos a acreedores no prioritarios y un manejo correcto de su economía interna con conductas que tiendan a la recuperación económica.

c) Deberá establecerse como garantía que cualquier nuevo financiamiento de parte de los acreedores privados, luego de producido el default, no entrará dentro del proceso de reestructuración.

La solicitud de moratoria debe ser solicitada por los deudores al FMI, si está en cabeza de esta institución la administración del marco. Es decir, solo se activaría el procedimiento establecido en el marco regulatorio a instancia y solicitud de un Estado interesado en reestructurar su deuda. Según Sánchez este enfoque *“sugiere un doble mecanismo de activación ya que el deudor debe solicitarlo, pero al mismo tiempo debe validarlo mediante una evaluación preliminar de las causas de la insostenibilidad de la deuda”* (Sánchez, 2015, pág. 9). Respecto al umbral de votación necesario para adoptar una decisión respecto a conceder o no una reestructuración, la propuesta de Krueger, señala que dicho umbral debe establecerse en un 75%, del monto principal³⁸.

Defensores de este enfoque señalan que una ventaja comparativa respecto de las CACs, es que estas últimas no implican de modo automático una suspensión, tampoco facilitan que la nueva deuda tomada por el deudor tenga prioridad de pago sobre las otras anteriormente contraídas (Sánchez, 2015) y tampoco garantizan un tratamiento eficaz frente a los distintos tipos de deuda con sus instrumentos de crédito; circunstancias que con un marco legal universal podría abordarse de manera amplia (Krueger, 2002b).

Desde el FMI (2001) señalan que un marco legal internacional que regule la deuda soberana permitiría a los acreedores y deudores negociar una reestructuración de deuda a través de un mecanismo de agregación de los distintos tipos de bonos, permitiendo así lograr un acuerdo

³⁸ Al respecto (Krueger, 2002b), señala lo siguiente: *“On balance, and subject to the classification rules identified below, it is recommended that the voting threshold be established at 75% of the total outstanding principal of registered claims”*.

que vincule a todos los títulos inmersos en la reestructuración por decisión de una supermayoría (determinada por el mecanismo). Es suma, el marco regulatorio podrá aplicarse sobre todos los créditos existentes, actuando como una especie de cláusula única de acción colectiva (Sánchez, 2015).

La adopción de un mecanismo internacional como el propuesto por este enfoque requiere de un acuerdo internacional que permita su creación, lo cual supone una serie de importantes consideraciones a tener en cuenta como, por ejemplo, el aspecto referido a la falta de adhesión al Tratado por un Estado clave dentro del proceso (Estados Unidos o Reino Unido). Ello, como dijimos anteriormente, restaría efectividad al marco, pues los tenedores de bonos sujetos a la ley norteamericana no se verían obligados a acatar sus disposiciones. No obstante, autores como Howse (2016), sostienen que tal situación podría superarse en algunos casos, sí por ejemplo, con respecto a nuevas obligaciones de deuda, los deudores soberanos se protegerían instando a los acreedores a establecer en el contrato de deuda la aceptación del marco multilateral por ambas partes. Al contar el contrato de deuda con una cláusula que regula las relaciones derivadas de ese contrato a través del marco, tal disposición sería respetada sin importar la jurisdicción dónde se accione legalmente para exigir el cumplimiento de la deuda.

Otra circunstancia es el tema de la irretroactividad, pues no siempre será factible aplicar retroactivamente una norma dentro un contrato de deuda suscrito antes de la entrada en vigor del marco, ello haría que la efectividad anteriormente resaltada de este enfoque se circunscriba estrictamente a las nuevas emisiones de bonos en dónde se deje constancia expresa de que las partes se someten a lo regulado por el mecanismo.

A su vez, dentro de este enfoque se prevé la creación de un foro independiente y centralizado que se encargue de solucionar las controversias que surjan entre deudores y acreedores, así como de verificar la capacidad de pago del deudor y velar por el cumplimiento de los procedimientos de votación establecidos dentro del marco. Además de dicho foro, también es necesario la existencia de una institución que funja como árbitro, rol que un principio se propuso atribuir al FMI, pero que para algunos especialistas no debería ser así (Kauser, 2016).

Cabe precisar que para otorgar tal rol al FMI, necesariamente se requiere emendar su Convenio Constitutivo para otorgarle las facultades de Panel Judicial.

El rol que se le asigna al FMI dentro de este enfoque implica, según Sánchez (2015) que lleve a cabo la tarea de “realizar la validación inicial y la pertinencia de la política económica del país solicitante” (pág. 11); así como la evaluación en torno a la decisión de conceder o no la moratoria, en otras palabras, no hay mayor variación en cuanto al rol que actualmente tiene el Fondo, pues en la práctica seguirá respaldando políticas económicas de los países y prestando asistencia financiera a través de programas de ajuste.

Autores como Krauser (2016) resaltan el hecho de que la institución que nazca en virtud del marco regulador de deuda soberana debería tener un mandato similar al que recibió la comisión presidida por Hermann Josef Abs³⁹, cuando asumió como mediador entre Indonesia⁴⁰ y sus acreedores, la Unión Soviética y el Club de París, en 1969. Durante el desarrollo de su misión, Abs presentó una propuesta a los acreedores del país asiático que previó el reembolso completo del capital y cancelación total de intereses vencidos de manera uniforme en todas las reclamaciones. La propuesta de Abs implicó una reducción del valor actual neto (VAN) de las obligaciones de pago de la deuda externa indonesia en un 50%, la misma entró en marcha desde 1971 y permitió que la deuda se tornara sostenible, situación que perduró hasta 1998 al estallar la crisis asiática. Es resumidas cuentas, la institución que se cree en virtud del marco debe ser el contacto para cualquier deudor en busca de una reestructuración ordenada.

La participación de la institución no sería obligatoria, sino que intervendría a pedido del Estado que requiere su asesoramiento en la reestructuración. De acuerdo con lo señalado por Krauser (2016) su mandato se circunscribiría a:

³⁹ Miembro del Consejo del Banco de Desarrollo Alemán (Kreditanstalt für Wiederaufbau).

⁴⁰ El país atravesaba un periodo de transición entre el régimen pro soviético del presidente Sukarno a uno más vinculado a occidente. En ese ínterin había acumulado una gran deuda externa tanto con la Unión Soviética y el Club de París por un monto cercano a los US \$ 2.1 billones, dadas las notorias diferencias políticas entre los acreedores la posibilidad de una reestructuración era remota pese a la insostenibilidad de la deuda del país.

1. Recibir la solicitud de una reestructuración por parte del soberano, ordenar una suspensión por tiempo limitado (moratoria), recibiendo un estipendio por sus servicios siempre que así lo acuerden las partes.
2. Facilitar la organización de reuniones exploratorias entre el deudor y todos los acreedores.
3. Sugerir proveedores de experiencia / evaluación independiente con respecto a la sostenibilidad de la deuda para la consideración y el acuerdo de las partes.
4. Mediar una solución conciliatoria entre un soberano y todos sus acreedores a pedido de las partes.
5. Organizar un proceso de arbitraje de deuda más formal y vinculante basado en los principios y reglas de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI), en caso de que los instrumentos más informales como la facilitación, la mediación y la conciliación fracasen.

Para autores como Conn (2016), el marco legal sobre reestructuración de deudas soberanas debe reunir las siguientes características:

- a) Ser consensual.
- b) Proporcionar un mecanismo para invitar a todas las partes relevantes, incluido el FMI, a un foro.
- c) Brindar reglas y procedimientos para la reestructuración.
- d) Servirse del derecho sustantivo solo en la medida en que las partes contratantes lo adopten.
- e) Proporcionar un Foro dotado de decisores imparciales y expertos que adoptan decisiones solo con el consentimiento de las partes pertinentes. Así mismo, también desempeñan el papel de facilitadores de la negociación entre las partes.

- f) Fomentar el debate sobre el riesgo de contagio, la sostenibilidad de la economía del deudor y el servicio de la deuda.
- g) Establecer mecanismos para crear comités de acreedores.
- h) Enfocarse en el procedimiento.
- i) Perseguir el apoyo de los principales participantes en el mercado evidenciando que la existencia del marco aceleraría la reestructuración, crearía mayor previsibilidad y, en última instancia, aumentaría la liquidez.

La adopción de un marco de este tipo requiere que dentro de su estatuto se contemple la creación de una institución que, actuando como Tribunal de Deuda, establezca reglas claras sobre la prioridad de las reclamaciones y la equidad de los acreedores, asegurando que se siga una distribución equitativa de los recortes y la prioridad de los reclamos contra el gobierno deudor (Ocampo, 2016). Este mecanismo prevé también la utilización del arbitraje a efectos de dirimir las controversias surgidas entre las partes

Siguiendo a Ocampo (2016), se resalta la necesidad de combinar las soluciones planteadas por ambos enfoques, adoptando un mecanismo similar al que rige la solución de disputas de la Organización Mundial del Comercio (OMC), donde se cuenta con un proceso organizado en una serie de etapas, que inicia con negociaciones voluntarias, mediación y un eventual arbitraje, respetándose fechas establecidas para cada etapa. Ello crea un incentivo ex ante a las partes para llegar a un acuerdo antes de que sea el tribunal arbitral quien dirima la controversia.

En consecuencia, un procedimiento de reestructuración de deuda basado en un marco legal internacional daría comienzo con una declaración de moratoria por parte del país deudor, que marcaría el inicio de las negociaciones voluntarias entre las partes. Finalizada esta primera etapa sin la existencia de ningún acuerdo, se acude a la institución que actúa como intermediaria imparcial entre las partes. Si luego de esta segunda etapa persiste el desacuerdo, la decisión pasa a la Institución que arbitra la controversia y adopta una decisión vinculante a todas las partes. Los préstamos concedidos al país deudor durante la vigencia de la moratoria, tanto préstamos de acreedores privados, como los otorgados por el FMI u otros organismos multilaterales de crédito tendrán prioridad sobre las deudas incumplidas.

En cuanto a la adopción del mecanismo a través de un tratado multilateral o mediante una modificación al convenio consultivo del FMI, autores como Ocampo(2016) y Sanchez (2015) coinciden en que la segunda opción es más factible, siempre que se garantice que la modificación permita el funcionamiento de paneles independientes de expertos en deuda soberana y la existencia de un organismo con capacidad decisoria judicial final (similar al proceso de la OMC). Todo este procedimiento ha sido incluido en la propuesta elaborada por Krueger(2002) que constituye el basamento principal de este enfoque, en dónde se deja constancia expresa de que la institución encargada de la resolución de deuda operará de manera independiente respecto de la Junta Ejecutiva y la Junta de Gobernadores del FMI.

2.5.2.4. Modificaciones a la propuesta original

La propuesta original de poner al FMI en cabeza de todo el proceso administrador del marco regulador de deuda soberana ha sido objeto de mucha discusión, al respecto existen posiciones que demandan que el FMI no asuma tal rol y que por el contrario dicha dirección sea asumida por una entidad neutral creada al amparo de Naciones Unidas, que actúe de modo independiente e imparcial.

La propuesta en sí no sufre singulares variaciones respecto a la original, simplemente prescinde del FMI como órgano principal y apela a la necesidad de que tal rol sea asumido por otro ente. Por ejemplo, entre los defensores de esta propuesta se ubica a Howse (2016). Él indica que debido a problemas derivados de acciones colectivas en la adopción de un Tratado Multilateral, bien podría optarse como segunda opción la adopción de un “*contramarco informal*” basado en los principios sobre reestructuración de deudas soberanas adoptados por la Asamblea General de Naciones Unidas, apoyada por la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI), la Comisión de Derecho Internacional (ILC, por sus siglas en inglés) y la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD). El mercado basado en este modelo ofrecería foros, experiencias, análisis económicos alternativos a los que puedan brindar otros agentes multilaterales de crédito como el FMI, por ejemplo.

El proceso de creación y construcción de estos mecanismos pasaría por etapas fundamentales, la primera sería encomendar a la ILC una clarificación de los nueve principios sobre reestructuración de deudas, con énfasis en los conceptos de inmunidad soberana y extraterritorialidad. Como segunda etapa, la Asamblea podría encomendar a la CNUDMI la elaboración de una Ley Modelo Nacional para los Estados. En dicha ley se incluirían disposiciones relativas a la moratoria como antesala al inicio de las negociaciones, la prioridad para aquellos acreedores que presten fondos al Estado durante dicho proceso, los mecanismos de agregación en la votación y demás estrategias legales en contra de *holdouts*, todo ello basado en los principios 1º (derecho de un Estado a reestructurar su deuda), 2º (buena fe) y 5º (equidad entre los acreedores) de la Resolución 69/319.

También, dentro de la Ley Modelo se establecería una institución independiente, basada en el principio 7º, que facilitaría el procedimiento de reestructuración. Dicha institución se encargaría de emitir advertencias en torno a posibles episodios de insostenibilidad de la deuda por parte de naciones deudoras y recomendar una reestructuración antes de que se produzca un evento de default, es decir, actuaría ex ante a una crisis, momento luego del cual todas las partes involucradas deberían iniciar una negociación. Finalmente la institución podría recomendar la solución de controversias surgidas hacia un proceso arbitral con la aplicación de las reglas de la CNUDMI, los laudos arbitrales que eventualmente se emitiesen serían vinculantes para ambas partes a través de la Convención de Nueva York, obviamente la decisión final sobre si acudir o no al arbitraje recaería sobre las partes.

2.5.2.5. Una propuesta de Ley Modelo

Dentro de los avances que se viene desarrollando respecto a la adopción del marco regulador internacional para la deuda soberana merece destacar el trabajo realizado por Steven Schwarcz (2015) que ha enriquecido el debate con una propuesta de ley modelo que recoge principalmente todas las disposiciones que anteriormente se señaló. Así tenemos que su modelo de ley se ocupa del accionar de los *holdouts*, exigiendo la realización de una votación por súper mayoría para la aprobación de un plan de reestructuración, cuyo umbral de votación

exigido oscila en reunir 2/3 de los montos a ser reestructurados⁴¹ para que la votación sea vinculante a todos los acreedores. Además, también permite la votación agregada que resulta clave para frenar el accionar de los *holdouts* en las demás emisiones (Shwarcz, 2015).

Por otro lado, la ley propuesta contempla la necesidad de una nación deudora que requiere financiamiento para obtener liquidez durante el proceso de reestructuración. Al respecto, prevé el otorgamiento de prioridad en el pago a aquellos nuevos prestamistas que proporcionen los fondos necesarios al Estado deudor, con la salvedad, claro está, de que los acreedores primigenios sean informados de dicha situación, pudiendo éstos bloquear los nuevos préstamos siempre que su monto sea demasiado alto. Del mismo modo, la ley propuesta no impide que instituciones crediticias internacionales como el FMI presten dinero a los países deudores (Shwarcz, 2015). En la actualidad todos los créditos otorgados por el FMI tienen prioridad de pago respecto de los demás créditos existentes, pues son financistas de última instancia. Lo que la Ley Modelo adiciona es la posibilidad extender la prioridad a aquellos otros prestamistas dispuestos a brindar créditos bajo esas circunstancias.

Respecto a la dirección del proceso de reestructuración, la propuesta menciona que debe ser administrado por una “organización internacional neutral”. En la propuesta no se encuentra especificada qué organización asumirá tal rol, algunos entienden que bien podría asumir tal función el FMI, pero dada la descripción de “neutral”, no dejan de surgir críticas al respecto.

El otro problema principal es la irretroactividad de la ley, pues en caso de aprobarse tal mecanismo, sus efectos empezarían a vislumbrarse en el futuro. En efecto, la imposibilidad de aplicar retroactivamente la norma hace que, respecto a emisiones de bonos realizadas antes de la entrada en vigor del marco, nada se pueda hacer. Empero, el propio autor de la propuesta de Ley Modelo señala que dado que la retroactividad es necesaria y esencial para la efectividad de la propuesta, siempre puede establecerse tal condición, siempre que no sea discriminatoria o arbitraria, actuando dentro del ejercicio de los deberes de policía⁴². Al respecto Schwarcz señala que:

⁴¹ Artículo 7, inciso 1 de la Propuesta de Ley Modelo. Varía en relación al 75% propuesto originalmente.

⁴² Facultad que ostenta la administración para regular determinadas actividades persiguiendo un fin público.

The “Contracts Clause” of the US Constitution, in Article I, Section 10, prohibits states, such as New York (as opposed to the federal government), from enacting any legislation that impairs existing contractual obligations. Nonetheless, I have separately concluded that New York State should be able to frame its enactment of the Model Law in such a way as to not violate the Contracts Clause. In general, a state has leeway to retroactively impair contracts if the impairment is reasonably necessary to further an important public purpose and also reasonable and appropriate to effectuate that purpose. This leeway may be even greater if the contractual impairment is not substantial. New York State could therefore frame enactment of the Model Law, with retroactivity, as an exercise of its police powers to reduce sovereign debt defaults that could lead to a systemic economic collapse, thereby protecting economic activity within its borders. The Model Law’s supermajority aggregate voting and granting of priority to financiers of a debtor-state’s debt restructuring are appropriately tailored to reduce that threat⁴³ (Schwarcz, 2015, pág. 9).

Finalmente cabe preguntarse ahora si los costos de transacción derivados de la adopción de un marco legal internacional para la deuda soberana aumentarían, es decir, adoptar un marco de tales características ¿supondría enfrentar tasas más altas de interés respecto a los créditos, lo que significa mayores costos de endeudamiento? Bien podrían verse tentados los acreedores a exigir también una fianza respecto a su crédito a modo de garantía frente a un incumplimiento. A decir de Schwarcz (2015), la opinión mayoritaria de los economistas, por el contrario de lo que se piensa, es que son los costos derivados de la incertidumbre, producto la inexistencia de reglas claras en el mercado de deuda, quienes aumentan el precio del crédito. Agrega además el autor que, en todo caso, tales costos no deberían exceder al aumento producto de la inclusión de cláusulas CAC de segunda generación que, como se señaló

⁴³ La "Cláusula de Contratos" en el Artículo I, Sección 10 de la Constitución de los Estados Unidos prohíbe a los estados (a diferencia del gobierno federal) promulgar cualquier legislación que afecte las obligaciones contractuales existentes. No obstante, he llegado a la conclusión por separado de que el Estado de Nueva York debería poder enmarcar su promulgación de la Ley Modelo de manera que no viole la Cláusula de Contratos. En general, un estado tiene margen de maniobra para perjudicar retroactivamente los contratos si el deterioro es razonablemente necesario para promover un propósito público importante y también razonable y apropiado para llevar a cabo ese propósito. Este margen de maniobra puede ser aún mayor si el deterioro contractual no es sustancial. El Estado de Nueva York, por lo tanto, podría enmarcar su promulgación de la Ley Modelo de Reestructuración de la Deuda Soberana como un ejercicio de sus poderes policiales para reducir los incumplimientos de la deuda soberana que podrían conducir a un colapso económico sistémico, protegiendo así la actividad económica dentro de sus fronteras. La súper mayoría del voto de la ley modelo y la concesión de prioridad a los financistas de la reestructuración de la deuda de un estado deudor se adaptan adecuadamente para reducir esa amenaza. (Traducción propia).

anteriormente, establecen el derecho de la mayoría a decidir respecto a la concesión o no de una reestructuración.

Respecto al aspecto político Schwarcz (2015) menciona que la adopción de la Ley Modelo no requeriría una aceptación general a nivel mundial, es decir, que cada Estado deudor promulgue su propia Ley, bastaría con que se lograra que una o dos jurisdicciones claves las promulgasen, como Nueva York y el Reino Unido. A efectos de lograr una mayor neutralidad, podría establecerse que solo se aplicaría la Ley Modelo dentro de una jurisdicción que ha promulgado la ley, si las partes así lo disponen en el contrato de deuda. La redacción del artículo 1º de la Ley Modelo sirve a este propósito.

Por el contrario, de insistir con el enfoque de Tratado, propuesta original del FMI, se debe aumentar los esfuerzos en difundir información adecuada respecto a la creencia que tienen algunas naciones de que sus costos de endeudamiento aumentarían de aprobarse tal acuerdo internacional. En cuanto a la negativa de algunos sectores a que el FMI asuma el rol preponderante dentro del proceso, la propuesta limita su actuar a la supervisión a acciones administrativas no discrecionales. Concluye Schwartz (2015) que finalmente son los países deudores quienes deben desear (tanto como aquellos acreedores que no se opongan a la búsqueda de rentas) promulgar la ley modelo propuesta.

2.5.2.6. La estabilidad económica internacional como bien público a proveer a través de un marco legal internacional.

Los bienes públicos son aquellos bienes caracterizados por su consumo conjunto, pues el hecho de que un individuo consuma el bien no impide que otro también lo pueda hacer por lo que la rivalidad entre ambos individuos es inexistente y ninguno puede excluir al otro en el consumo del mismo bien (Piffano, 2013). La finalidad de un marco legal internacional de carácter vinculante destinado a regular el mercado de deuda soberana es la provisión de un adecuado nivel de estabilidad financiera internacional, que vendría a ser el bien público que se pretender proveer a la sociedad a través de dicho enfoque.

La existencia de un mecanismo que proporcione la estabilidad financiera derramaría externalidades positivas sobre todos los Estados que recurren al mercado de deuda en busca de financiamiento y a los acreedores que esperan que sus intereses sean abonados puntualmente. Del mismo modo también corregiría las fallas del mercado de deuda, pues ningún actor económico podría ser exceptuado de celebrar sus contratos y eventuales reestructuraciones sin la observancia obligatoria de las reglas contenidas en una norma de carácter internacional.

A su vez vincularía también a los organismos internacionales de crédito y acreedores privados, quienes tendrían que conducir su accionar de acuerdo a sus preceptos evitando conductas aprovechadoras como las de los holdouts por ejemplo, cuyo beneficio privado supera en demasía el beneficio social y aleja al mercado del óptimo social. Sin embargo, así como pudieran generarse externalidades positivas igualmente podrían surgir externalidades negativas, traducidas en tasas de interés más altas en los préstamos otorgados a los países por parte de los acreedores, en busca de reducir futuras pérdidas económicas a largo plazo.

2.6. El proceso de reestructuración de deuda visto a través del Análisis Económico del Derecho

El análisis económico involucra innumerables variables económicas que se van aplicando según el caso sometido a análisis. En la presente tesis pretendemos determinar cuál de las alternativas propuestas para mejorar el mercado de deuda facilita el proceso de reestructuración, resultando más eficiente en términos económicos. El AED nos permite analizar la conducta económica de los participantes en función a su comportamiento dado ciertas circunstancias que variaran conforme se busque una solución al problema.

2.6.1. Eficiencia Económica

Siguiendo a Calabresi y Melamed (1972) una decisión adoptada será eficiente cuando se elija el conjunto de derechos que conduzcan a una asignación de recursos que no podrá ser mejor, en el sentido que un nuevo cambio no mejoraría la condición de aquellos que ganaron con él, tanto para que se vieran en la necesidad de compensar a los que perdieron, quienes además quedarán en una mejor situación con el cambio.

Lo descrito anteriormente es lo que se conoce como eficiencia en el sentido de Pareto, también conocida como óptimo de Pareto. Por el contrario, si existiese la necesidad de compensar a quienes perdiesen con la mejora, y aquellos que han mejorado, están en condiciones de efectuar la compensación, se habla de una eficiencia en el sentido Kaldor-Hicks. El camino para lograr el óptimo social es la ausencia de costos de transacción

Ya sea partiendo del enfoque contractual, que supone establecer en el contrato cláusulas que permitan a una mayoría de acreedores decidir, si conceden o no una reestructuración de deuda, a pedido del deudor o, desde el enfoque legal, suponiendo la existencia de un marco legal que establezca el derecho de la mayoría de acreedores a aceptar una reestructuración; se produce un cambio que conduce a pasar de una situación en la que una minoría que busca obtener un mayor excedente a su ganancia impidiendo una reestructuración, ve imposibilitada esta estrategia ante la decisión de la mayoría de otorgar la misma.

Como resultado de ello, luego del cambio en las reglas contractuales, la minoría pierde la posibilidad de obtener una mayor ganancia futura, pero ello no necesariamente implica que pierda un monto mayor al que está valuado su activo. Normalmente esta minoría de acreedores ha adquirido los bonos de deuda en el mercado secundario a un precio menor del que fueron emitidos. Por ello, es posible suponer que el monto de interés a pagar por los bonos luego de la reestructuración será mayor al precio con el que fueron adquiridos en el mercado secundario, por consiguiente, subsistirá aún la ganancia de los acreedores minoritarios conservando todavía un retorno positivo en relación a su inversión.

En ese entender, la mayoría de acreedores estarían en una mejor posición, pues asegurarían la no suspensión del pago de sus intereses, mientras que el deudor obtendría tiempo para equilibrar sus finanzas. En consecuencia, el cambio mejoraría la situación de aquellos que estaban en peor situación ex ante, sin empeorar la del otro (la minoría), por lo que podría decirse que el cambio de reglas propuesto tanto en los enfoques legal y contractual cumple el criterio de Pareto, si se cumple el supuesto señalado líneas anteriores.

Si en cambio suponemos que la reducción de la tasa de interés que la mayoría de acreedores acuerda conceder a los deudores, genera un resultado negativo para la minoría, debido a que el retorno de las ganancias esperadas con la nueva tasa de interés es inferior al precio que pagaron al momento de adquirir el bono en el mercado secundario, se podría hablar de una necesidad de compensar a éstos acreedores minoritarios con las ganancias que obtengan aquellos acreedores o deudores que se vean beneficiados con el cambio; en este tipo de ejemplo, poco probable por cierto, podría decirse que el cambio cumpliría con el criterio Kaldor- Hicks. Dicho de otra forma, el grupo que se beneficia estaría en posición de compensar a aquellos que han perdido, dado que el beneficio social conjunto se ha incrementado.

2.6.2. Costos de Transacción

Ronald Coase (1937) en su ensayo titulado “*The Nature of the Firm*”, identifica a los costos de transacción con el costo de utilizar el sistema de precios como mecanismo de asignación de recursos. Asimismo, consideraba incluidos dentro de su alcance, el costo de descubrir los precios relevantes, el costo de negociar y el de concluir contratos jurídicamente eficaces (Acciarri, 2009). Dicha descripción la complementa en su otro ensayo, “*The Problem of the Social Cost*”, al describirlos “*como aquellos costos de descubrir con quien negociar, de informar que uno desea negociar —y de acuerdo a qué términos—, de conducir las negociaciones hasta arribar a un convenio, de redactar el contrato, de inspeccionar oportunamente que se están respetando los términos del contrato, etc*” (Coase, 1960, citado por Acciarri, 2009; pág. 16).

El teorema de Coase señala que, ante la ausencia de costos de transacción, las partes negociarían y llegarían a una solución eficiente. Ello nos conduce a inferir que cualquiera sea la asignación de derechos de propiedad establecida, ante nulos o bajos costos de transacción, la eventual mala asignación de derecho será corregida por la negociación. Pero, del mismo modo, también nos advierte que lo que las leyes señalen respecto a los derechos de propiedad si importarán, en la medida que los costos de transacción sean altos. Por consiguiente, en un escenario en el que la negociación esté imposibilitada por la existencia de costos altos de transacción, sí resulta importante la asignación de derechos, pues solo la correcta elección de tales reglas conducirá a la eficiencia. Pero, ¿cuáles son los costos de transacción que usualmente existen?

Sola (2013) divide a los costos de transacción en dos: los costos de utilizar el mercado y los costos de utilizar el sistema jerárquico de la empresa o costos empresarios. Añade también una tercera clasificación, la de los costos que tienen aquellas instituciones jurídicas para su operación y mantenimiento, a los cuales denomina costos políticos, también llamadas costos de mantenimiento del sistema. A su vez, dentro de cada uno de estos tres tipos de costos de transacción se encuentran también los costos fijos, que son inversiones específicas necesarias para establecer una regla institucional, así como los costos variables, que dependen del volumen de las transacciones que se realicen. En el presente trabajo detallaremos los costos de transacción del mercado y los costos de transacción políticos, por ser los que interesan más al objetivo de la investigación.

2.6.2.1. Los costos de transacción en el mercado

Según Sola(2013) es posible clasificar a este tipo de costos en tres grupos: a) **los costos de preparar el contrato, los costos de la búsqueda y la información;** b) los costos de concluir el contrato, es decir, **los costos de la negociación y de tomar una decisión;** y c) **los costos de monitorear y cumplir las obligaciones contractuales.**

a) Los costos de búsqueda y de información

Es el costo que afronta un individuo cuando inicia un proceso de obtención de información sobre la otra parte con la que desea realizar una transacción. Se podría poner como ejemplo aquí a los costos de publicidad, a la organización de ferias comerciales, foros comerciales, visitas a posibles clientes, gastos de comunicación telefónica o vía correo, etc. También incluimos dentro de este rubro a la búsqueda de información sobre los precios, el control de calidad, entre otros. En el caso que nos ocupa, un costo de transacción que afrontan acreedores en el mercado de deuda es el de obtener información certera y veraz respecto a la liquidez de un Estado al que piensan otorgar un crédito. Del lado del deudor, un costo de búsqueda podría ser la publicidad que haga un Estado sobre sus finanzas públicas en medios internacionales, destacando, por ejemplo, un buen manejo de su economía por parte de sus gobernantes a

efectos de resaltar la credibilidad de los instrumentos de deuda que oferta en el mercado en busca de financiamiento.

b) Los costos de decisión y de negociación

Aquí entran a tallar los costos que surgen durante la elaboración del contrato, estos costos suelen reflejar la preocupación de las partes por el devenir de la transacción. En general, el ponerse de acuerdo en cuanto a las cláusulas que regirán la relación contractual a futuro obliga a recurrir al asesoramiento legal, que lógicamente tiene un costo, pero que se hace necesario mientras más específicas y claras sean las condiciones que se desean incluir. La asimetría de información tiende a elevar los costos en este rubro.

En el caso que nos ocupa, costos de decisión relativos a la redacción de un contrato de deuda con cláusulas que faciliten un proceso de reestructuración serían, por ejemplo, el que los acreedores verifiquen las finanzas de los Estados solicitantes de crédito, cotejando la información que estos proporcionen sobre sus finanzas sirviéndose de expertos que validen tales datos, a efectos de evaluar las probabilidades de una reestructuración en el mediano y largo plazo. Del mismo modo, el Estado deudor buscará convencer a la otra parte acreedora de su solvencia, brindando mayores datos a los proporcionados inicialmente durante la búsqueda de potenciales prestatarios, por ejemplo, recurrirá a organizaciones internacionales para que respalden los datos macroeconómicos que presenta y den fe de su credibilidad. Tales acciones, igualmente incrementan el tiempo en el que las partes arriban a un acuerdo, lo que también se traduce en un mayor costo.

c) Los costos de supervisión y de aplicación

Luego de tomada la decisión y firmado el contrato, surge la necesidad de monitorear el cumplimiento del acuerdo con el fin de eliminar cualquier riesgo de incumplimiento futuro. Estos son los costos de supervisión, que pueden ser por ejemplo, medir la calidad del producto, los montos de entrega, entre otros.

Si los costos de supervisión son elevados, es decir, los costos de obtener la información respecto al producto transado y su evolución son altos, se produce un alto riesgo de incumplimiento. Del mismo modo, comportamientos oportunistas de alguna de las partes tienen el mismo efecto. Dentro del mercado de deuda, un costo de supervisión sería por ejemplo el costo que incurrirían los prestatarios en monitorear las finanzas de sus deudores, claro está que existen organizaciones internacionales que a la par también realizan las mismas funciones (piénsese por ejemplo en los informes económicos que elabora la CEPAL anualmente). Sin embargo, igualmente los acreedores complementarían la información oficial con otras obtenidas de diversas fuentes. Del mismo modo, en caso se presente un pedido de reestructuración, la necesidad de acceder a una información más precisa será vital en la decisión que se tome al respecto, así como también lo será el supervisar con mayor celo la política económica emprendida por el deudor reestructurado una vez aceptado el pedido.

2.6.2.2. Los costos de transacción políticos

El mantenimiento de un sistema de libre mercado requiere de un sistema estructurado que permita su existencia, es decir, se hace necesario contar con una organización individual, nacional o internacional de la comunidad política que se encargue de administrar dicho sistema. Lógicamente la provisión de este tipo de organizaciones irroga costos que deben ser asumidos por la sociedad que se beneficia con la existencia del sistema, aquellos costos son los llamados costos políticos, que no son otras cosas que los costos que afronta un Estado por la provisión de bienes, sean públicos o privados.

Como ejemplo de este tipo de costos de transacción podemos señalar los siguientes:

- 1) Los costos de establecer, mantener y cambiar la organización política formal e informal del sistema. Aquí incluimos a los costos asociados con el establecimiento del marco legal, la estructura militar, administrativa, de justicia, la educación, entre otras cosas. De igual modo, también integran esta lista los costos asociados con los partidos políticos y los grupos de presión en general.

2) Los costos que irroga poner en funcionamiento el sistema político. Este rubro incluye los gastos corrientes que afronta el Estado, como los de la legislación, la defensa territorial, la administración de justicia, el transporte y la educación. Al igual que ocurre dentro del sector privado, la realización de tales actividades en el sector público requiere emprender una búsqueda de información con los costos que ello implica. Así también, existen costos como consecuencia de la adopción de decisiones y el monitoreo del cumplimiento de las mismas. En ese entender, a decir de Sola (2013), los costos de transacción políticos son costos de medir, monitorear, crear y aplicar las decisiones públicas.

Una manera de estimar el costo de transacción político es a través del análisis costo beneficio. Igualmente, estos costos pueden ser considerados como **costos de agencia**, que son los derivados de la relación entre principal y agente. (Sola, 2013). Una relación de agencia consiste en que una parte actúa como representante (agente) de otra que viene a ser la principal⁴⁴. Según Sola (2013), podemos clasificar los costos de agencia como la suma de tres rubros: los gastos de monitoreo del principal, los gastos de cumplimiento del agente (gastos que el agente se vería obligado a cumplir para garantizar que no tomará algunas medidas en contra del principal) y la pérdida residual (divergencia entre las decisiones del agente y las que maximizarían el bienestar del principal).

Costos de este tipo, podrían significar la creación de una institución que nacería de un Tratado Internacional, la misma que estaría encargada de administrar el proceso de reestructuración de deudas soberanas conforme a la solución planteada desde el enfoque legal. Costos relativos a la formación del panel decisorio de dicha institución serían costos de establecimiento del sistema, mientras que costos derivados de la vigilancia de la política económica del país, cuya deuda atraviesa un proceso de reestructuración, serían costos de monitoreo de la política económica del deudor que incurría la institución una vez concluidas las negociaciones positivamente.

⁴⁴ Es lógico pensar que, debido a la prioridad a sus intereses individuales, el agente pueda adoptar conductas oportunistas en detrimento del principal. El efecto perjudicial de actitudes oportunistas por parte de agentes, puede ser mitigado por el principal a través del establecimiento de incentivos disuasorios para el agente, como por ejemplo, participar de los beneficios de la actividad que administra el agente o monitorear su actividad, ambas opciones tienen un costo que debe ser asumido por el principal

2.6.3. Teorema normativo de Hobbes y de Coase

Contrariamente a lo que podría pensarse, los costos de transacción no se determinan solamente por las características objetivas presentes en la negociación, y por ende, escapan de la órbita de influencia de las leyes. Sin embargo, ello no es así, ya que en ocasiones tales costos guardan una estrecha relación con la norma, especialmente cuando a través de ésta pueden reducirse los mismos. Es otras palabras, los costos de transacción bien pueden ser exógenos o endógenos ante la ley (Cooter y Ullen, 1998).

Cuando la ley permite que los costos de transacción se reduzcan, se habla de que ésta facilita la negociación, esto viene a ser el planteamiento del Teorema de Coase, que simple y llanamente debe interpretarse como una invitación a usar la ley para reducir los costos de transacción ante situaciones en las que estos sean altos e imposibiliten el acuerdo. A decir de Cooter y Ullen (1998), el teorema de Coase debe entenderse como “*estructurar la ley de tal modo que elimine los impedimentos para los acuerdos privados*”.

Otra visión respecto al problema de la existencia de altos costos de transacción que impiden el triunfo de acuerdos cooperativos pasa por modificar la ley, alterando la configuración del derecho que permite la falta de cooperación, reasignándolo en función de que sea su titular aquel que más lo valore. Este segundo enunciado viene a ser el Teorema de Hobbes. Thomas Hobbes, filósofo inglés del siglo XVII, era defensor de esta postura, pues tenía pocas esperanzas en que los individuos fácilmente superaran sus desavenencias, debido a su codicia personal. En consecuencia, este teorema aboga “*por estructurar la ley, de modo que minimice las fallas causadas por los acuerdos privados*” (Cooter, 1982, pág. I)

Desde el enfoque contractual, se busca, a través del acuerdo privado contenido en el contrato, explicitar que corresponde a la mayoría de acreedores decidir sobre la aceptación de un plan de reestructuración solicitado por el deudor, si entendemos esta prerrogativa como una asignación de derecho a favor de los acreedores mayoritarios, tal medida implica pasar de la unanimidad a la regla de mayoría, que da como resultado una reducción del costo de

negociación. Igualmente, si seguimos analizando la instrumentación de las CACs, podemos establecer una relación entre la inclusión de mecanismos de agregación en la votación y la reducción del umbral necesario para la adopción de acuerdos, como otro intento más de reducir los costos actuales del proceso de reestructuración, por lo que tal enfoque resulta también compatible con el Teorema de Coase.

En el caso del marco regulatorio, es evidente que si partimos del reconocimiento como derecho de un Estado a reestructurar su deuda, suponiendo la existencia de un marco basado en los principios aprobados por la Resolución 69-2015, sumado al derecho de una mayoría calificada de acreedores para aceptar un plan de reestructuración, fácilmente puede establecerse la relación de este enfoque con el Teorema de Hobbes, pues se produce una reasignación de derechos hacia quienes más los valoran: el Estado. Así también, la reducción de la incertidumbre, como consecuencia de contar con un marco explícito referente a un derecho en particular claramente definido, conlleva a una reducción de costos de transacción.

Determinar qué parte valúa más un derecho implica incurrir en un costo de búsqueda de información por parte del Órgano encargado de asignar los derechos, dicho costo en ocasiones puede ser mayor que el costo de dejar a las partes negociar, es decir, el costo de transacción de los derechos legales establecidos. En ese sentido, cuando los costos de información sean mayores a los costos de transacción, se debe asignar el derecho a quién más lo valore, caso contrario, ante costos de información mayores, se debe optar por dejar a las partes negociar el costo del intercambio de los derechos reales existentes.

2.6.4. Reglas de propiedad y de responsabilidad

Cuando el Estado decide otorgar un derecho a alguien debe también establecer como el titular del mismo podrá protegerlo y conservarlo. A decir de Calabresis y Melamed (1972), los derechos se pueden proteger con tres tipos de reglas diferentes: una de propiedad, otra de responsabilidad y una de inalienabilidad.

Cuando un derecho se encuentra protegido bajo una regla de propiedad, la transmisión de la titularidad del derecho solo podrá lograrse mediante una negociación entre las partes, es decir, entre el titular y el interesado en adquirirlo. Si la regla de protección es una de responsabilidad, la persona que desee hacerse con el derecho en cuestión podrá hacerlo siempre que pague una compensación al titular desposeído, pagándole una suma establecida por la ley. Si por el contrario, la inalienabilidad es la regla a aplicarse, no existe posibilidad de transferencia del derecho.

En ocasiones el costo de establecer el valor de un derecho inicial puede llegar a ser tan grande cuando la alternativa para fijar su valor es la negociación. Al ocurrir ello, aun cuando la transferencia del derecho resulte beneficiosa para todos, esta puede no producirse. Ello suele ocurrir cuando, por ejemplo, un grupo minoritario de vendedores en aras de incrementar sus rentas, rehúsa vender su terreno al precio que la mayoría de propietarios está dispuesto a vender. Este tipo de posturas se les conoce como *holdout* y la alternativa de solución que se plantea consiste en desplazar del mercado la evaluación del valor del derecho, es decir, que sea el Estado quien se haga cargo de establecer y tasar el precio por el cual el derecho deba ser transferido al interesado en adquirirlo (expropiación). En otras palabras, la solución consiste en transitar de un escenario con reglas de propiedad a uno con reglas de responsabilidad.

Sin embargo, esta solución no está exenta de críticas, a veces el Estado puede valorar equivocadamente el derecho, ya sea sobrevaluándolo o subvalorándolo, pueden ser que se trate de derechos derivados de bienes idiosincráticos, cuyo valor resulta difícil de establecer, y cuando se hace, suele ser generalmente inferior al valor que su titular espera recibir por él. Si añadimos a este escueto resumen la variable de los costos de transacción, debemos reiterar que, si estos son bajos, la asignación de derechos resulta irrelevante, pues las partes negociarán y corregirán la mala asignación llegando igualmente a un resultado eficiente. Por el contrario, si los costos de transacción son altos, la asignación de derechos si resulta importante. En consecuencia, ante un escenario de costos altos de transacción, se recomienda proteger el derecho con una regla de responsabilidad (Cooter y Ullen, 1998).

En ese orden de ideas, la mejor regla de propiedad a aplicarse dependerá de los pormenores del caso en particular, así, una regla de propiedad, supóngase un mandato judicial, resulta más eficiente que una regla de responsabilidad contenida en la obligación de pagar una indemnización por daños al afectado, siempre que, los costos de transacción sean bajos (o no lo suficientemente altos) para que no impidan la negociación.

Para el caso de la existencia de costos de transacción tan altos, al grado de impedir la negociación, la regla de responsabilidad se posiciona por encima de la regla de propiedad. ¿Por qué? Imaginemos que pasaría si un conductor tuviera que negociar con cada transeúnte necesitado de cruzar la pista, de existir un derecho de propiedad a tener las pistas despejadas para el libre tránsito peatonal. Los costos de transacción al tener que negociar con cada titular del derecho serían elevados, no obstante, si se hace responsable al conductor que maneja irresponsablemente obligándolo a pagar una indemnización a la víctima, este saldrá a la calle y tomará las precauciones necesarias para no lesionar a los transeúntes, pues sabe que de hacerlo deberá responder por el daño.

¿Son los costos de transacción del proceso de reestructuración de deuda demasiado altos para impedir la negociación? Para este autor no lo son. Veamos, los deudores, ávidos de financiamiento, pagan a los acreedores que no quieran reestructurar, por supuesto, cuando ya no subsista el riesgo de que los otros reestructurados exijan una compensación. De cualquier modo se alcanza un acuerdo, se renegocian nuevos créditos, etc. El asunto entonces estriba en buscar que el conjunto de acciones que se adopten conduzcan al resultado más eficiente, con el máximo beneficio que una reestructuración permita conseguir y a un menor costo.

2.6.5. *Bienes públicos, bienes privados y externalidades*

Se habla de un bien privado cuando un bien es pasible de ser excluido en su consumo como consecuencia de que alguien lo adquiere y lo retira de la oferta. Ello quiere decir que el hecho de que una persona consuma ese bien, impide que otra lo haga, pues existe una rivalidad entre ellos, a efectos de determinar quién se apropia primero. Por otro lado, se denomina bienes públicos a aquellos bienes en donde existe un consumo conjunto, pues el hecho de que un

individuo consume el bien no impide que otro también lo pueda hacer. No existe rivalidad entre ambos individuos y ninguno puede excluir al otro en el consumo del mismo bien (Piffano, 2013).

Una externalidad aparece cuando el bienestar de un individuo está afectado directamente por la acción de otro agente de la economía que no toma en cuenta el costo de su accionar (Krugman y Robin, 2009). Se habla de externalidades públicas cuando las mismas, al igual que los bienes públicos, no son susceptibles de rivalidad ni de exclusión. El típico caso de externalidad negativa pública es el ejemplo de la fábrica que emite humo, el humo contamina el aire, el costo que genera a quienes respiran ese aire no es tomado en cuenta por la fábrica en sus costos. El que una persona respire el aire contaminado, no evita que otra pueda seguir respirando el mismo aire, así como tampoco evitaría que una persona residente en un área relativamente más lejana pueda estar libre de sus efectos.

Dado que existen numerosas personas afectadas, el costo de negociar para internalizar la externalidad es prohibitivo, tornando imposible el arribo a una solución eficiente vía negociación, por lo que se debe explorar otras alternativas para internalizar el costo de la externalidad. La propiedad privada permite una negociación basada en el intercambio de acuerdo a las reglas del mercado. En cambio, la propiedad pública, exige para la adopción de consensos, que estos sean logrados siguiendo el procedimiento establecido para la gobernanza de la institución, dónde generalmente los acuerdos se obtienen solamente con una mayoría de adhesiones por parte de los encargados de la decisión.

Cuando la función de producción y utilidad de muchos propietarios son interdependientes, no pueden separarse y las externalidades son públicas, la negociación entre las partes tendrá un elevado costo (Cooter y Ullen, 1998). En consecuencia, se prefiere un régimen de propiedad privada en relación a uno de propiedad pública, cuando las externalidades son privadas, pero si son públicas, deberá abogarse por la propiedad pública. En estos casos la propiedad pública permite una elección colectiva basada en la regla de la mayoría en lugar de la unanimidad, logrando un resultado eficiente.

A decir de Cooter y Ullen (1998): “*La elección entre propiedad privada y propiedad pública dependerá de que los costos de ejecución y el intercambio privado sean mayores o menores que los costos de ejecución de la administración pública, la negociación política y mala asignación de recursos*” (pág. 146). En el caso que nos ocupa, tenemos una situación en la que existen muchos acreedores y un solo deudor, cuando el plan de reestructuración no puede implementarse, como consecuencia de la negativa de una minoría a aceptar una reducción de los intereses, a diferencia de lo que podría pensarse; las consecuencias económicas no son solamente para el deudor frustrado en su reestructuración.

En efecto, el país deudor tendrá que afrontar el costo de no obtener una reestructuración en un momento necesario. La necesidad de hacer frente a mayores pagos de lo previsto, obligará al país a reducir su gasto e incrementar sus ingresos, cobrando mayores impuestos, en mayor medida a lo originalmente previsto al exponer sus posibilidades de pago al momento de plantear la reestructuración.

A fin de obtener suficiente liquidez para hacer frente a sus obligaciones, el país reducirá sus importaciones provenientes de otros países, estos se verán afectados por la reducción del consumo del país deudor a consecuencia de la implementación de una medida que en principio pudo haberse evitado adoptando una alternativa mayoritaria y eficiente que, debido a la negativa de un grupo minoritario, no pudo concretarse. Si a ello se le suma el arraigo y la frecuencia con la que se presentan los casos de *holdouts* durante las reestructuraciones, los efectos negativos se multiplican rápidamente.

Por otro lado, un país, es básicamente el espacio territorial dónde habita un conjunto de personas, las cuáles verán afectados sus ingresos como consecuencia de un incremento de impuestos, viéndose en la necesidad de reducir su consumo para poder costearlos, reduciéndose con ello el producto del país. Imaginemos el caso de un pequeño Estado que vive del turismo, dada ciertas condiciones geográficas especiales, en dónde el mayor porcentaje de turistas vienen de un país cuyo gobierno ha decretado un alza impositiva, motivo por el cual, muchos turistas que usualmente visitaban el pequeño país ya no lo harán. La reducción de dicha actividad tendrá consecuencias negativas en su economía.

También se podría pensar en las consecuencias sociales en términos de reducción del bienestar social que afronta un país cuando decide incrementar la presión impositiva, no detallaremos los efectos que ello produce, pues se considera que fácilmente pueden ser imaginados. Lo que se quiere resaltar es el hecho de las acciones emprendidas por los *holdouts* claramente generan externalidades públicas, por lo que instrumentar acciones para mitigarlas, y a la vez proveer de estabilidad económica global al mercado de deuda, resultan necesarias.

¿La adopción de un marco legal internacional podría enmarcarse dentro de la definición de bien público? La propuesta del enfoque legal, supone la existencia de una institución que se encargue de velar por el mantenimiento de la estabilidad financiera internacional, implica entender ésta como proveedora de un bien público, cuya provisión debe ser asumida por toda la comunidad, ya que el beneficio que proporciona impide que pueda aplicarse la exclusión, siendo por el contrario sus externalidades positivas enormemente beneficiosas para el conjunto de individuos.

Si suponemos que la estabilidad económica requiere que todos los individuos inmersos en el mercado de deuda actúen de una manera acorde con el mantenimiento de niveles adecuados de provisión del bien público, estos deberán abstenerse de realizar conductas que sean susceptibles de poner en peligro la adecuada provisión del bien, implementando medidas que permitan asegurar un adecuado nivel de estabilidad, adoptando acciones necesarias para corregir eventuales comportamientos pasibles de causar zozobra y poner en riesgo el sistema.

En ese sentido, un marco legal internacional adoptado en el seno de la Organización de Naciones Unidas que regule el mercado de deuda soberana en aras proveer un escenario de estabilidad financiera internacional (bien público) derramaría externalidades positivas sobre todos los Estados miembros y corregiría las fallas del mercado de deuda, pues ningún actor económico (Estados, organismos internacionales de crédito y acreedores privados) podría ser exceptuado de celebrar sus contratos de deuda y eventuales reestructuraciones, sin la observancia obligatoria de las reglas contenidas en una norma de carácter internacional.

Si la Carta de Naciones Unidas adoptada en 1945 en su artículo 2.4 prescribió el uso de la amenaza de la fuerza contra la integridad territorial o la independencia política de cualquier Estado, en aras de mantener la paz y la seguridad internacionales; ¿por qué no pensar en la posibilidad de la adopción de un Tratado Internacional que, persiguiendo el bienestar general de la población y el crecimiento sostenido de una nación, brinde un marco regulador que impida ejercicios abusivos causados por la inexistencia de una norma, o por los vacíos legales contenidos en la misma?

Al ser necesaria en ocasiones una reestructuración de deuda, tanto por los acreedores que buscan evitar pérdidas mayores y no poder utilizar sus activos a fin de emplearlos en otras inversiones más rentables, como para los deudores, que siempre necesitan del financiamiento externo para hacer frente a múltiples cuestiones que anteriormente se explicaron; ninguno de los dos actores consideraría rehusar a adoptar conductas que lleven al no pago de la deuda. Mientras que para uno implicaría la pérdida de su acreencia, para el otro sería la pérdida de acceso al financiamiento externo. Ambas situaciones repercuten en el conjunto y ponen en peligro la provisión del bien público que se pretende proveer. Conscientes de ello, una de las partes, los acreedores, acceden a ofrecer una tasa de descuento respecto del monto de los intereses de las acreencias, recibiendo, por supuesto, de parte del deudor garantías adecuadas de la posibilidad de cumplir con el nuevo plan de financiamiento trazado, todo ello con el fin de no afectar al sistema.

Empero, la conducta de un grupo minoritario de acreedores que, interesados en hacerse con el excedente producto de la ganancia cooperativa, rehúsan a aceptar el valor fijado por la mayoría para conceder una reestructuración y en su lugar exigen el pago íntegro de la acreencia, paralizan el proceso y dejan en jaque la continuidad del plan. Ello dilata el proceso y luego de un período, casi siempre largo, finalmente se alcanza la reestructuración, pero el costo de la misma ha sido superior al que inicialmente se tenía pensado afrontar. Así también, los efectos positivos que en un principio se tuvieron en cuenta para otorgarla, pueden no llegar a concretarse en la medida que se tenía pensado inicialmente, produciéndose el efecto descrito por Guzmán y Stiglich: demasiado poco, demasiado tarde (*too late and too little*).

Capítulo III

3. LOS CASOS PERUANO Y ARGENTINO

Como hemos mencionado anteriormente ahora, valiéndonos de las herramientas que proporciona el Análisis Económico del Derecho, procederemos a realizar un análisis de las distintas situaciones que se pueden presentar durante los procesos de reestructuración de deudas, tomando como ejemplo las experiencias vividas por Perú y Argentina. La primera parte del análisis expondrá como fueron llevadas a cabo las reestructuraciones en la realidad, qué consecuencias económicas tuvieron las acciones emprendidas por los *holdouts*, qué respuestas aportó el derecho y porqué los resultados finales no fueron eficientes, ya que implicaron un uso innecesario de recursos que en otras circunstancias pudieron haberse ahorrado. Una segunda parte introducirá un supuesto hipotético de como hubiese variado el resultado final con la inclusión de CACs de segunda generación y si el mecanismo empleado hubiera permitido un resultado eficiente. Como tercer y último aspecto de este análisis tripartito se supuso de la existencia de un marco legal internacional basado en los principios sobre reestructuración de deudas soberanas aprobado por la Asamblea General de Naciones Unidas, respondiendo así a la pregunta de investigación de esta tesis, respecto a la eficiencia de dicho enfoque.

3.1. Análisis Económico del proceso de reestructuración de deuda de Perú

Durante la década de 1980, Perú atravesó por una de las peores etapas de su historia económica, suspendiendo el pago de su deuda externa en 1984, ante la imposibilidad de hacer frente a sus acreencias producto de su elevado déficit público y los nocivos efectos de la hiperinflación que liquidó el ahorro de millones de peruanos. En ese contexto, las posibilidades de recuperación económica del país andino eran remotas, en tanto no diera un cambio en su política macroeconómica, que suponía la adopción de impopulares, pero necesarias medidas.

Desde 1991 en adelante, el gobierno peruano emprendió una serie de políticas económicas tendientes a equilibrar sus cuentas públicas con la asesoría del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, recurriendo entre otras cosas a la privatización de empresas públicas como modo de captación de dinero, así como el fomento de las inversiones. Todo este conjunto de

medidas formaban parte de un elaborado plan para el saneamiento de deudas de los países de Latinoamérica conocido como el Plan Brady, bautizado así en honor de su promotor el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Nicholas Brady.

Esta iniciativa venía siendo empleada desde 1989 en otros países de la región. En el marco de dicho plan, se ofrecían opciones de reestructuración de deudas de manera no excluyente a través de dos formas distintas: la primera era la recompra directa con descuento y la segunda, consistía en transformar parte de la deuda en nuevas obligaciones, ya sea con una rebaja sobre el valor nominal o con tasas de interés menores; esta segunda opción fue conocida en adelante como bono “Brady”. Para poder emitir dichos bonos era necesario contar con financiamiento necesario para comprar un bono de cupón cero, cuyo capital e intereses acumulados al cabo de treinta años eran iguales al monto del capital de la deuda (Calcagno y Calcagno, 2006).

Esta estrategia adoptada permitió a los bancos retirar de sus activos deudas difíciles de cobrar, también hizo que los países emitieran bonos y, en contrapartida, se sometieron al cumplimiento de programas de vigilancia y monitoreo por parte de las instituciones crediticias internacionales. Perú no fue la excepción y a mediados de 1996 estaba listo para anunciar su programa de reestructuración de deuda acorde con el plan Brady luego de llegar a un acuerdo con sus acreedores.

Ese mismo año, entre enero y marzo de 1996, el Swiss Bank Corporation (SBC), encargado de comprar deuda peruana en calidad de agente financiero del país andino realizó una venta de títulos de deuda externa por un valor de US\$11,4 millones al fondo *Elliot Associates LP*, pese a que el valor de dichos títulos ascendía a US\$ 20,6 millones de dólares. Tal decisión del SBS, fue realizada sin poner en conocimiento del gobierno peruano, pese a estar obligado a hacerlo, en cumplimiento de sus funciones como agente fiduciario.

El 18 de octubre de 1996, *Elliot Associates* demandó al Perú exigiendo el pago íntegro de la deuda, justo antes de que se cerrara el acuerdo con 179 acreedores comerciales (de un total de 180) en el marco del Plan Brady, por lo que el proceso no pudo realizarse viniéndose abajo el plan de reestructuración. En agosto de 1998, el fallo de primera instancia le dio la razón al

país andino, gracias a la aplicación de la doctrina Champerty⁴⁵ por parte del juez Robert W. Sweet. Empero, una vez alzado el recurso de apelación presentado por el fondo, la Corte de Apelaciones de Nueva York revocó la sentencia de primera instancia y dispuso el pago de US\$20 millones más intereses y compensaciones en octubre de 1999, procediéndose al embargo preventivo de las cuentas peruanas en Nueva York⁴⁶.

Tiempo después, el 26 de setiembre del 2000, la Corte de Apelaciones de Bruselas le otorgó una medida cautelar de embargo sobre el pago de los intereses de los bonos que Perú planeaba realizar a través de Euroclear⁴⁷, lo que impidió el pago a los acreedores restructurados y ponía al país sudamericano en riesgo de default. En vista del peligroso escenario que significa entrar en cesación de pagos, el gobierno peruano rápidamente decidió cancelar su deuda con *Elliot Associates* el 29 de setiembre de ese mismo año, abonando US\$58 millones.

En el presente caso existía un acuerdo en el marco del plan Brady, que buscaba obtener mejores condiciones para el pago de deudas, en el caso peruano el plan Brady funcionaba de la siguiente manera, si por ejemplo se descontaba un 70% del valor principal de los pagarés, igual proporción correspondía descontar de los intereses vencidos, debiendo emitirse un bono nuevo (Brady) por el restante 30% del saldo restante de la deuda. Las reglas del plan establecían el principio de que todos los acreedores restructurados eran *pari passu*, es decir ninguno podría obtener mayores beneficios que otros. Sin embargo, *Elliot Associates*, actuando como *holdout*, rehusó a aceptar el plan de pago dispuesto en el acuerdo de reestructuración y en su lugar optó por demandar el pago íntegro de la deuda, adicionándole moras e intereses por un monto seis veces mayor al precio que pagó al adquirir los pagarés de deudas al SBC.

⁴⁵ Doctrina legal incorporada en la sección 489 del Estatuto Judicial de Nueva York. Básicamente esta doctrina impide que cualquier persona natural o jurídica compre documentos de deuda vencidos con el único objetivo de hostigar al deudor y así obtener reparación crediticia.

⁴⁶ Para más información véase *Elliott Assocs. v. Republic of Peru*, 961 F. Supp. 82, 86---87 (S.D.N.Y. 1997), and 194 F.3d 363 (2d Cir. 1998).

⁴⁷ Compañía belga especializada en la realización de transacciones internacionales, fundada en 1968 es de propiedad del banco JP. Morgan & Co.

La inexistencia de mecanismos legales vinculantes hacían imposible disuadir a *Elliot Associates* de no emprender su acción legal. Desde el lado del Derecho, el primer fallo obtenido por Perú en primera instancia parecía haber puesto fin a la controversia aplicando la doctrina *Champerty*, que impedía al fondo actuar como lo venía haciendo. No obstante, la decisión adoptada por el ente superior terminó por darle la razón al *holdout*. Perú, sin más opciones, no tuvo más que remedio que pagar a *Elliot Associates*, pues estaba en riesgo la continuidad del acuerdo con los demás acreedores y fue así como terminó pagando una suma mayor a la que le hubiese tocado de llevarse todo conforme al plan original.

En este caso, también se evidencia las consecuencias adversas que tiene el problema derivado de la relación de agencia entre los Estados y sus agentes, dónde se aprecia que frente a la existencia de un acuerdo de transparencia en el manejo de los fondos, este tipo de cuestiones no están lejos de ocurrir, con terribles consecuencias nefastas para la economía de un país. Si a ello le añadimos conductas deshonestas de funcionarios públicos encargados del monitoreo de las acciones del agente financiero que también, incumpliendo sus propios deberes de agente, (en virtud del mandato que reciben de su propio país) defrauda al ente principal, omitiendo accionar en el plazo establecido evitando convalidar actos pasibles de poner en peligro los acuerdos alcanzados.

El costo social una vez lograda la reestructuración y empezado a pagar los intereses pactados tras el acuerdo resulta mayor al inicialmente esperado, mientras que el beneficio conjunto puede arrojar resultados menores a los esperados, reportando beneficios insuficientes al país. El que una primera reestructuración no sea suficiente, empuja en el largo plazo a pedir otra, pero dado el contexto anterior -dónde un grupo minoritario de acreedores obtuvo un excedente mayor de ganancias, respecto al que tuvieron aquellos mayoritariamente a favor del acuerdo- los incentivos hacia esta posición desaparecen, aumentando el número de *holdouts*. De haber entrado la deuda adquirida por *Elliot Associates* al canje de bonos reestructurados Brady, se hubiera arreglado por el 45% de su valor nominal más los intereses vencidos, calculados

éstos últimos también con una tasa de descuento análoga⁴⁸ (Congreso de la República del Perú, 2003).

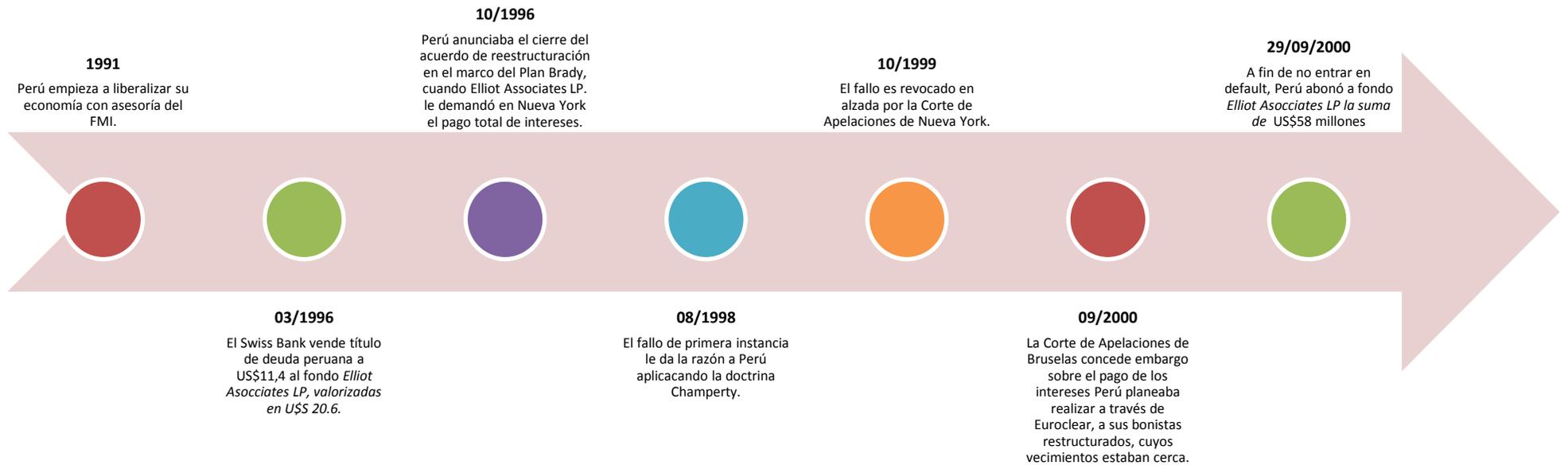
Si bien el gobierno peruano, al no haber objetado en su momento la venta de los títulos al fondo, tácitamente convalidó tal acto pese a su irregularidad, no podemos desmerecer los efectos perjudiciales derivados de la relación de agencia entre un Estado (principal) y sus agentes, tanto los propios funcionarios del mismo Estado que le representan ante instituciones financieras, como las mismas instituciones que negocian sus bonos en el mercado financiero. La existencia de este tipo de problemas también resulta difícil de ser abordada exclusivamente desde la perspectiva contractual, pueden existir acuerdos que permitan no convalidar acciones como la venta realizada por el *Swiss Bank* pero, si los funcionarios públicos se hacen de la vista gorda y no accionan, desencadenan efectos no deseados.

El Análisis Económico nos permite apreciar que en este caso un tercero aprovechador, actuando como *holdout*, obtiene un excedente del precio por el cual el resto de los acreedores han acordado renunciar a sus intereses (tasa de descuento). Como consecuencia de ello, el deudor se ve perjudicado, pues toda la labor desplegada para alcanzar un acuerdo de reestructuración se torna infructuosa, pues no puede formalizar el compromiso, debido a la falta de unanimidad entre sus acreedores, y a la par, debe asumir el costo del litigio con el *holdout*. De ese modo, el deudor acaba pagando un precio muy por encima del mercado, además de los costos de una eventual cesación de pagos, que se pueden reflejar en los nuevos préstamos que piense realizar, pues sus acreedores tendrán en cuenta estos factores al momento de establecer la tasa de interés.

Expuestos los problemas que se presentan en reestructuraciones como la peruana, corresponde ahora ver lo alcances que hubiesen podido tener éstas, de haberse aplicado al caso una solución basada en el enfoque contractual o en el enfoque legal. Ello nos ayudará a comprender cómo y en qué medida las estrategias propuestas por ambos enfoques enfrentan el problema de la reestructuración.

⁴⁸ Para mayores detalles véase el Informe elaborado por la Comisión investigadora encargada de cumplir las conclusiones y recomendaciones a las que arribaron las cinco comisiones investigadoras del período legislativo 2001-2002. Caso *Elliot Associates, LP.* del Congreso de la República del Perú, Junio, 2003.

Gráfico 6: Línea del tiempo del proceso de reestructuración peruano



3.1.1. En el supuesto de la existencia de Cláusulas de Acción de Colectiva (CACs)

En el caso peruano, el total de acreedores a reestructurar era de 180, de ese número solo un tenedor de bonos, *Elliot Associates*, tenía un número de bonos cuyo valor nominal era de U\$S20 millones. El monto de las demandas en contra de Perú por incumplimiento del pago de deuda ascendía a U\$S 10 mil millones aproximadamente, por ende, el valor de la deuda que Perú mantenía con el fondo era pequeño.

En consecuencia, con una mayoría de acreedores dispuestos a aceptar el plan, fácilmente se lograba superar el umbral de votación de 75%. La estrategia del fondo hubiera sido en principio buscar obtener una posición de bloqueo dentro de la serie de bonos en la que se hallaban los suyos, es decir, evitar que dentro de esa votación serie por serie se alcanzará el 75%, esto en el supuesto de cláusulas CAC tradicionales. De tratarse de las cláusulas CAC de segunda generación, el umbral que hubiera evitado que se produzca hubiese sido del 66% respecto del monto total de la deuda.

Importa mucho señalar que, dentro de un escenario de CACs tradicionales, si *Elliot Associates* obtenía una posición de bloqueo dentro de una serie, impedía continuar con el proceso de reestructuración de las demás. Sin embargo, en el supuesto de contar con CAC modificadas, la eventual posición de bloqueo, que dicho fondo hubiese podido alcanzar, no habría impedido su continuación y se hubiera podido seguir adelante con las demás series.

En ese escenario, las acciones legales emprendidas por *Elliot Associates* no hubiesen podido impedir el pago a los acreedores reestructurados, la clarificación de la cláusula *pari passu* hubiera servido para este fin evitando interpretaciones contrarias o lo estipulado en las cláusulas impresas en los instrumentos de deuda. Respecto al porcentaje de deuda que no entró a la reestructuración, el margen de negociación entre el fondo *holdout* -, que consiguió bloquear el ingreso de una serie al paquete reestructurado- y el Estado deudor, hubiese sido más favorable a este último pues ya no enfrentaba el riesgo de verse inmerso en una situación de default (imposibilidad de pagar a sus acreedores al estar embargadas sus cuentas antes eventuales decisiones de la judicatura), pudiendo haber cerrado el trato en un monto menor al que finalmente costó. A pesar de todo ello, igualmente el fondo

terminaría con ganancias superiores a las invertidas debido al monto que pagó al comprar el bono inicialmente.

El escenario cambia radicalmente con una CAC dotada de un mecanismo de votación único. Fácilmente se hubiera obtenido un 75% de votos favorables para la reestructuración total, pues dadas las cifras del monto total adeudado, respecto al monto reclamado por *Elliot Associates*, claramente existía un número suficiente de acreedores dispuestos a reestructurar que juntos sumaban el 75% del monto total adeudado. En consecuencia, se hubiera aprobado el plan con la quita fijada por la mayoría, en todas las series de bonos inmersas en el paquete de reestructuración, no obstante, para ello hubiera sido necesario ofrecer el mismo instrumento a todos los acreedores, características que las emisiones de Bonos Brady cumplían.

3.1.2. En el supuesto de la existencia de un Marco Legal Internacional para la deuda soberana

Para simplificar nuestro análisis se aplicará la instrumentación del enfoque legal suponiendo la existencia de una ley modelo para la regulación de la deuda soberana. En ese caso, el escenario será el de la existencia de una ley modelo adoptada por la legislación del Estado de Nueva York, que a su vez cuenta con características similares a la propuesta por Schwarcz⁴⁹. De la revisión del proyecto de ley modelo, se tiene que el umbral de votación establecido como requisito para aprobar una reestructuración es el de una mayoría de tenedores de bonos que en conjunto reúnan los 2/3 (o 66%) del total de la deuda a reestructurar, y más del 50% de los reclamos dentro de una misma clasificación⁵⁰. En principio, se observa que el umbral de votación es el mismo que en las CACs de segunda generación, pero con una notable diferencia. La ley modelo exige, además de obtener la aprobación de los titulares del 66% del total de la deuda, que se clasifiquen todos los reclamos y luego de ello, obtener en cada uno más del 50% de aceptación respecto a una reestructuración.

⁴⁹Respecto al enfoque original, haremos el análisis respectivo más adelante, en la valoración del enfoque legal. Lo que importa a los fines de este ejercicio es demostrar la eficiencia del modelo respecto al proceso de reestructuración.

⁵⁰ Art. 7 (2), Ley Modelo, (Schwarcz, 2015): “*A class of claims has agreed to a Plan if creditors holding at least [two-thirds] in amount and more than [one-half] in number of the claims of such class [voting on such Plan] [entitled to vote on such Plan] agree to the Plan*”.

Como bien se señaló, el proceso de negociación bajo este enfoque es distinto, en principio, lo que primero ocurriría sería una petición formal del Estado, interesado en reestructurar, dirigida a la Institución encargada de supervisar el proceso, recordemos que el enfoque legal contempla la creación de un ente autónomo e imparcial que se encargue de administrar este proceso y sirva de intermediario entre las partes (tanto el deudor como los acreedores). Además, su intervención es exclusivamente a pedido del Estado deudor cuando las negociaciones preliminares no permiten llegar a un acuerdo. En ese entender, una vez presentada la solicitud del Estado, la Institución procede a notificar la solicitud a los acreedores y les remitirá el plan de reestructuración propuesto por el Estado.

Luego de recibida la solicitud, los acreedores se reúnen y votan el plan. En el caso peruano, si se toma en cuenta que de un total 180, 179 aceptaron recibir los bonos Brady, mientras que uno solo, el *holdout*, rehusó hacerlo. Dadas las preferencias existentes, es fácil inferir que el umbral de votación de 2/3 se cumplía en demasía. El resultado entonces hubiera sido el inicio del proceso de reestructuración a tiempo, y sin la existencia de dilaciones a consecuencias de los litigios con los *holdouts*, lo que hubiera significado una reducción considerable de los costos del proceso.

En caso de que las negociaciones no llegaran a buen puerto, es decir, se presentarán controversias en torno a si se alcanzó o no el umbral necesario de votación, la cuestión sería resuelta en arbitraje. El panel encargado de la administración de dicho órgano tendría la última palabra respecto de la controversia. Si bien los costos del arbitraje son asumidos por el Estado deudor, el beneficio esperado, que es obtener una reestructuración con una reducción de intereses deseada igual o cercana a la propuesta, compensa el gasto del tribunal arbitral y resulta menor al gasto de litigar en jurisdicciones internacionales con los *holdouts*; en dónde la probabilidad de éxito es remota. En otras palabras, el costo del arbitraje, no será tan alto como el costo de litigar y perder un juicio que obligue a pagar la deuda con los intereses totales.

Recordemos que la ley modelo propuesta por Shwarcz recoge los principios adoptados en la Resolución 69 de la Asamblea General de Naciones Unidas que, entre sus nueve principios, recoge el derecho de una mayoría de acreedores a aprobar una reestructuración. Por lo que la Institución siempre velará por que se cumpla el quorum previsto en la ley modelo (2/3), debiendo dirimir la controversia cuando exista dudas

respecto a si se cumple o no con ese número. En ningún caso podrá realizarse una reestructuración si no se cumple con el umbral previsto en la ley para el cómputo de la mayoría.

3.2. Análisis Económico del proceso de reestructuración de deuda argentino

La adopción del régimen de convertibilidad en 1991, adoptado para dejar atrás a la inflación de la década anterior y hacer frente a la deuda externa acumulada hasta esa fecha, condujo a establecer una paridad entre dólar y el peso argentino, nueva moneda que reemplazó al austral. Al igual que Perú, Argentina también emprendió una serie de medidas liberalizadoras de su economía orientadas principalmente a la privatización de muchas empresas públicas.

A la deuda renegociada en el marco del Plan Brady, se sumó la nueva deuda que sirvió para financiar el régimen de convertibilidad, la cual pasó de estar en manos de bancos internacionales, a acreedores que invirtieron en los nuevos bonos emitidos para saldarlas; en otras palabras, el riesgo pasó de la banca internacional a los tenedores de bonos. Sin embargo, a finales de los 90s, luego de que el dinero procedente de las privatizaciones comenzara a menguar y resultara insuficiente para cubrir el déficit gemelo, tanto fiscal, como de comercio exterior, el país no pudo seguir manteniendo el régimen de convertibilidad y tampoco hacer frente al pago de los intereses de la deuda, viéndose en la necesidad de declarar el default el 23 de diciembre de 2001.

En setiembre de 2003, el gobierno argentino anunció la suscripción de un acuerdo *stand by* con el FMI con una duración de tres años. A la par, se buscó negociar con los acreedores una reestructuración de deuda consistente en la reducción de un 75% de los intereses vencidos, propuesta que fue rechazada por los acreedores. Las negociaciones continuaron hasta que en junio de 2004 el gobierno argentino consigue luz verde para reestructurar su deuda con una reducción promedio de entre 63% y 53% de intereses. En enero de 2005 inicia el primer canje de deuda por un monto de U\$S 81.800 millones con una adhesión del 76.15% de los tenedores de bonos. Paralelamente, en abril de ese mismo año, el país austral cancela su deuda con el FMI con un pago anticipado de US\$9.530 millones (Guzmán y Casas, 2018).

Durante los siguientes años el gobierno continúa negociando la reestructuración de sus acreencias y en 2008 salda una deuda con el Club de París por el monto de U\$S 6.706 millones recurriendo a sus reservas. En abril de 2010 se anuncia el segundo canje de deuda con una quita de 66.3% y 50% en promedio, quedando cerrado el acuerdo en junio. En esta oportunidad, el porcentaje de aceptación del plan llega al 92.4% del total de tenedores.

En el ínterin, un segundo acreedor minoritario, el fondo NML Capital, que había comprado bonos de deuda luego de default por debajo de los 30 centavos por dólar (existiendo casos en donde se realizó compras incluso por 10 centavos por dólar) (Guzmán y Casas, 2018), inicia un juicio contra el país austral ante la justicia neoyorquina exigiendo el pago total de la deuda más intereses, obteniendo una sentencia favorable por parte del juez Thomas Griesa en noviembre de 2012. La misma dispuso que el país pagara el 100% de la deuda contraída. En junio de 2014 el Tribunal Supremo de Estados Unidos rechaza revisar la apelación argentina y devuelve el caso al juzgado de origen. El juez Griesa dispone que se pague a los *holdouts* un total de U\$S1.330 millones más intereses en un solo pago, indicando que dicho pago debía hacerse antes del 30 de junio de ese mismo año, fecha en la que se vencían los bonos reestructurados.

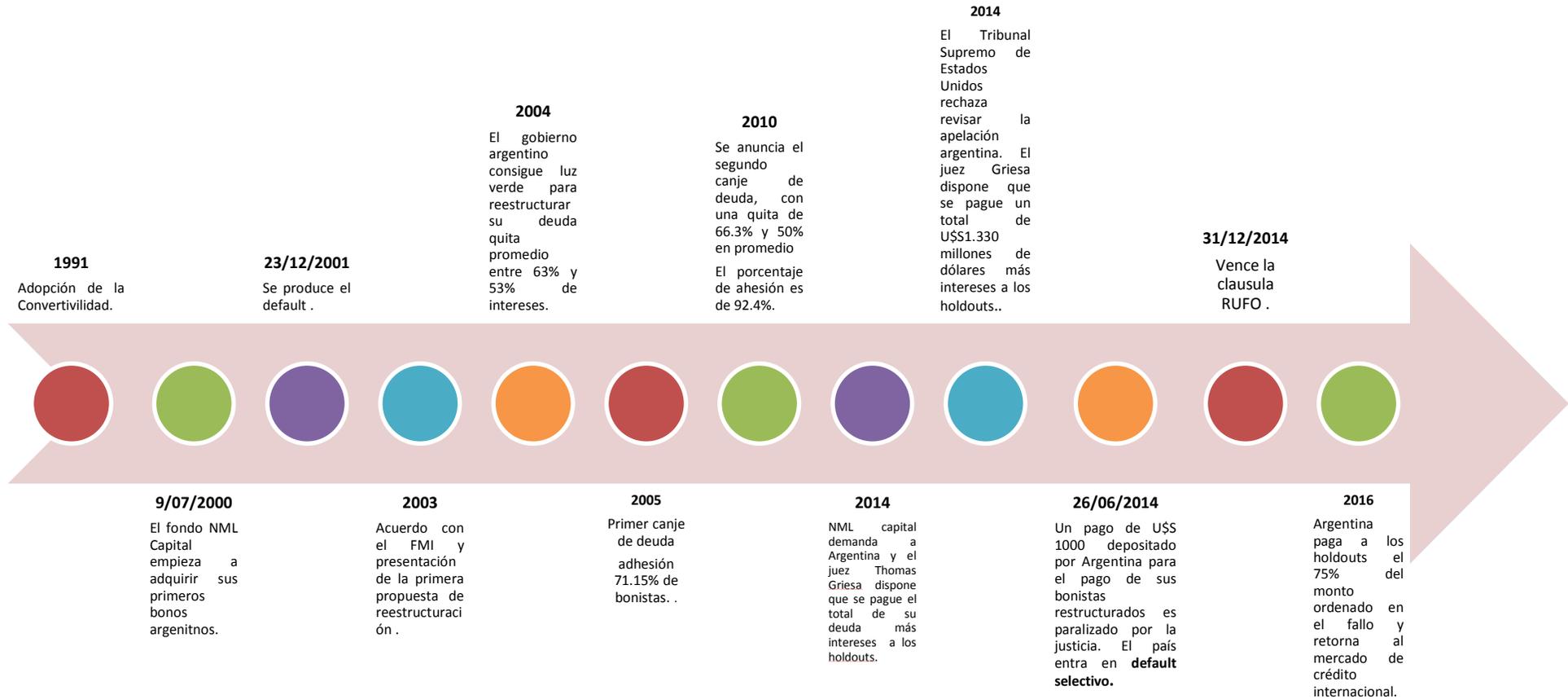
El 26 de junio de 2014, previamente a la entrada en vigencia de la medida dictada por Griesa, Argentina cumplió con depositar la suma de U\$S 539 millones, correspondientes a los intereses del mes de julio, a fin de cumplir con sus bonistas reestructurados, pues de no hacerlo corría el riesgo de entrar en default (Guzmán y Casas, 2018). Sin embargo, debido a que no había cumplido con la medida dispuesta por el juez Griesa, la justicia norteamericana impidió que el agente fiduciario de Argentina, el *Bank of New York Mellon*, depositara el monto a los acreedores reestructurados, por lo que se declaró al país en default selectivo.

Durante la negociación de Argentina con los *holdouts*, el gobierno expuso que debido a la existencia de la Cláusula RUFO (Rights Upon Future Offers) en el acuerdo de reestructuración que, como se indica anteriormente, estableció que a los acreedores reestructurados le asistía el derecho a obtener todos los beneficios que obtuviesen los no reestructurados respecto a pagos voluntarios hechos por Argentina hasta el 31 de diciembre del año 2014. En consecuencia, el país austral alegó que no podía pagar en ese

momento a los *holdouts*, pues ello ponía en grave riesgo las reestructuraciones alcanzadas hasta la fecha (Guzmán y Casas, 2018; Guzmán M., 2001).

Solo una vez que venciese el plazo de vigencia de la cláusula RUFO, recién podía cumplirse con la decisión judicial sin poner en riesgo la sostenibilidad del plan. Fue así que en 2016 Argentina pagó a los *holdouts* un valor ascendente al 75% del monto total que la sentencia de Griesa les había concedido (Casas, 2016). Ello permitió al país poder cumplir de una vez con sus bonistas reestructurados y retornar al mercado de crédito internacional (Guzmán M., 2015). Según algunas estimaciones (Guzmán, 2016), el fondo NML capital pagó un total de U\$S 177 millones de dólares por todos sus bonos argentinos, recibiendo un retorno de U\$S 2426,6 millones, habiendo adquirido aproximadamente el 10% de sus bonos antes del default y los restantes 90% después. Sin embargo, lejos de lo que se podría imaginar, las secuelas de este proceso no terminaron allí. En 2016 otro *holdout* demandó a Argentina el pago de intereses respecto al monto que no pudo cobrar durante la vigencia de la medida dictada por Griesa, es decir el pago de intereses sobre intereses.

Gráfico 7: Línea del tiempo del proceso de reestructuración de deuda argentino



3.2.1. En el supuesto de la existencia de Cláusulas de Acción Colectiva (CACs)

Si se toma en cuenta que, durante el primer canje de deuda en 2005, el porcentaje de adhesión de los tenedores de bonos fue del 76%, fácilmente se hubiera podido conseguir la aprobación de un plan de reestructuración dentro de esa emisión en particular. Si se considera el escenario con un mecanismo de votación de dos armadas, es probable que se hubiese conseguido una adhesión del 66% de tenedores en el total de las series a reestructurar.

Por otro lado, de haber conseguido los *holdouts* bloquear una serie comprando más acciones dentro de la misma, dentro de la votación serie por serie, a fin de ampliar su porcentaje de participación respecto al monto total de la deuda en una serie en particular, solo hubieran conseguido apartar del proceso a la misma. Es decir, la reestructuración hubiera seguido adelante con las demás. Durante la negociación posterior, entre los *holdouts* y el Estado Argentino, la premura respecto a pagar anticipadamente para evitar un default no se hubiera hecho presente, por lo que la cláusula RUFO hubiera garantizado que los acreedores minoritarios recibiesen el mismo pago que los reestructurados.

Si por el contrario, se toma como escenario la existencia de una sola votación, los costos de transacción referentes a la prolongación del litigio por el remanente en manos de los *holdouts*, que no entraron dentro del canje, se reducen considerablemente, pues con el porcentaje de adhesión del primer canje, se superaba el umbral del 75% de aceptación previsto ante la existencia de una sola votación, claro que hubiera sido necesario otorgar el mismo conjunto de instrumentos a todos los acreedores. El mismo análisis puede hacerse extensivo al segundo canje, considerando el mayor porcentaje de adhesión de los acreedores respecto a su decisión de sumarse y apoyar el plan de reestructuración presentado por Argentina.

En consecuencia, se observa que de haber existido cláusulas de agregación modificadas en los instrumentos de deuda argentinos materia de reestructuración, con los porcentajes de adhesión obtenidos tanto en el primer como en el segundo canje, se podría haber seguido adelante con el plan. Se observa que la inexistencia de mecanismos legales, que permitiesen hacer frente al embate de los *holdouts*, llevaron a la Argentina a incurrir en un costo de transacción mucho mayor al que tenía pensado al momento de plantear su

propuesta de reestructuración. Al costo inicial, se le sumaron los derivados de los procesos judiciales emprendidos por la minoría no reestructurada, así como el costo de haberse declarado al país en default selectivo, con una repercusión en los futuros créditos que posteriormente tomaría el país con una tasa de interés más alta, y finalmente, la reducción considerable de los beneficios esperados del proceso, debido a la demora en su conclusión.

3.2.2. En el supuesto de la existencia de un Marco Legal Internacional para la deuda soberana

Nuevamente recurrimos a la propuesta de Ley Modelo que se utilizó en el caso anterior. Con los datos obtenidos respecto al porcentaje de adhesión en el primer canje se aprecia claramente que se cumplía con el umbral establecido correspondiente a los 2/3 del total de la deuda. En el primer canje, la disponibilidad a aceptar la reestructuración propuesta por el gobierno argentino fue del 76%. Si, luego de la clasificación de los instrumentos, en alguna no se alcanzaba más del 50% previsto, con el porcentaje de adhesión durante el segundo canje, claramente se superaba cualquier obstáculo respecto al número de adhesiones cumpliéndose con el quórum respectivo para la mayoría.

En ese entender, la Argentina después de intentar negociar preliminarmente en 2003, sin éxito, hubiera recurrido a la Institución encargada de supervisar el proceso, a fin de que ponga en conocimiento sus intenciones de reestructurar su deuda a sus acreedores. La institución derivaba el pedido y los acreedores expresaban su conformidad o no con el mismo. Una vez obtenido el porcentaje de votos suficiente, por ejemplo un 92.4% del monto -como en efecto se logró en el segundo canje, luego de una nueva oferta que finalmente fue aceptada por la mayoría- nada hubiese impedido que continuase la reestructuración sin ningún contratiempo.

Lo que hay que destacar acá es que con la existencia del marco, el proceso de negociación se hubiera reducido. Ello debido a que con el número de adhesiones producidas en el primer canje se alcanzaba el umbral previsto en la norma modelo, ahorrándose tiempo y recursos a la vez. De existir alguna desavenencia respecto a considerar el porcentaje de adhesiones a favor de la reestructuración en el primer canje,

la controversia hubiera sido resuelta por el tribunal arbitral, conforme a lo previsto en la ley modelo.

Como resultado de ello la Argentina hubiese evitado arribar a una situación desgastante en los tribunales de Nueva York, evitando así costos derivados de la medida dispuesta por dicha judicatura, como el de entrar en default selectivo, con los efectos negativos que dicha calificación amerita: el encarecimiento de los préstamos ante el aumento de la tasa de interés que el mercado otorga a un país en esas condiciones. Sin mencionar igualmente los problemas post reestructuración, como las demandas entabladas por *holdouts* que reclaman el pago de los intereses respecto del dinero que no pudieron cobrar a consecuencia de la medida dictada por el juez Griesa y cuyo futuro tratamiento legal genera mucha incertidumbre.

3.3. Análisis comparado respecto a la eficiencia de ambos enfoques

3.3.1. Eficiencia del enfoque contractual

Desde el punto de vista del AED, una CAC con un mecanismo de votación de una sola armada ex ante reduce los costos de negociación durante el proceso de reestructuración respecto a la existencia de dos etapas de votación, evita negociar en cada serie, reduciendo el tiempo de negociación; y ex post evita la prolongación de litigios y sus costos, como consecuencia de alguna serie de bonos que no haya entrado dentro de una reestructuración debido al accionar de un *holdout*.

Respecto a otorgar el derecho de decisión a una mayoría de acreedores con el 75% del monto total de la deuda, podemos interpretar eso como el establecimiento de un derecho a estos últimos a decidir en cuanto fijaran la tasa de descuento de los intereses en beneficio del deudor reestructurado, ello claramente constituye un mandato, que debe ser aceptado por todos los tenedores de bonos que contengan dicha cláusula. Recordemos que las reglas de propiedad, como los mandatos, eran eficientes cuando los costos de transacción no eran demasiado altos e impedían la negociación. Como hemos visto, los costos del proceso son positivos y son altos, empero, siempre las partes terminan negociando y se produce la reestructuración, aunque no siempre en el tiempo y forma necesarios, ni con los beneficios esperados.

Para un Estado, el costo de verse impedido de acudir al mercado financiero para colocar deuda es altísimo, es prácticamente imposible que opte por ello, los Estados necesitan emitir deuda siempre para financiarse, por ende, siempre el costo de cerrar una negociación dentro de un proceso de reestructuración será menor que el costo de no cerrarla y estar fuera del mercado financiero. Del mismo modo, para un acreedor, el costo de que un Estado no pueda servir su deuda adecuadamente es alto y siempre superior a la suma correspondiente al monto de los intereses a los que renuncia en beneficio de la estabilidad económica del deudor.

En el escenario actual, en donde prima la unanimidad para adoptar una decisión respecto a una negociación, la mayoría de acreedores estaría dispuesta a pagar a la minoría por su derecho a decidir, siempre que el valor que la minoría ponga a su derecho sea menor al costo que implicaría entrar en default. Podría pensarse entonces que los acreedores, temerosos de que ocurra una cesación de pagos, pagarían a la minoría para que vote a favor de la reestructuración, en un valor que no supere el precio que están esperando obtener reclamando el 100% de la deuda más intereses. Pero en la realidad, los bonistas suelen proteger sus créditos con derivados, que son contratos de evolución de un activo subyacente, el más utilizado en el mercado de deuda soberana es el *Credit Default Swaps (CDS)*. Este contrato asegura, mediante el pago de una prima mensual, la asunción de un crédito entrado en default por parte de una aseguradora. De esa manera, los bonistas se protegen frente al riesgo de default, lo que hace que estén protegidos ante acciones emprendidas por los *holdouts* ya que, en caso se produzca el incumplimiento del pago de sus intereses, no se verán afectados debido a que su seguro les cubrirá las pérdidas.

Sin embargo, la situación del deudor si resulta preocupante pues, a diferencia del acreedor mayoritario, no es indiferente frente al accionar de un *holdout*. Si bien puede rehusar a pagar y litigar, una vez se vea impedido de pagar a sus demás acreedores, cuando por ejemplo le embarguen sus cuentas a consecuencia de una medida cautelar derivada de un proceso judicial con los *holdouts*, enfrentará el riesgo de entrar en cesación de pagos, con las graves consecuencias económicas que ello implica: tener cerradas las puertas del mercado de crédito internacional.

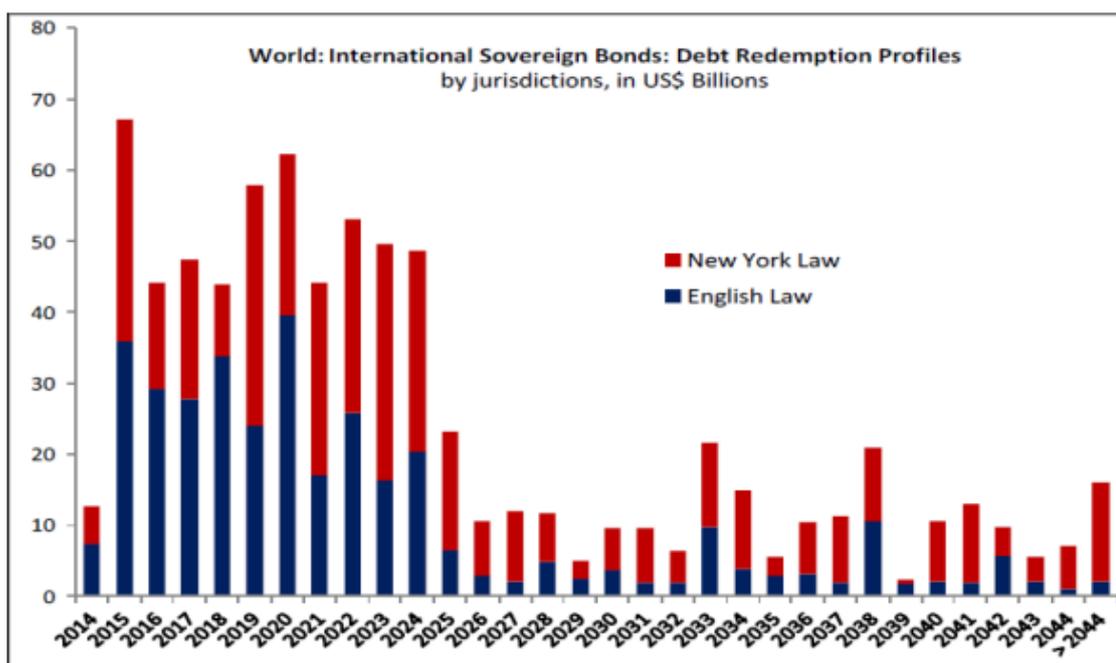
rechaza el plan, este se no cumple, denominaremos esta zona como “derecho de la minoría (unanimidad)”. **Abajo de la línea**, se supone la existencia de CACs que permitan que una mayoría decida la aprobación de una reestructuración, denominaremos esta zona como “derecho de la mayoría”. En el **punto A** (línea verde), la reestructuración se produce bajo las reglas de la unanimidad, el costo del proceso es más alto para el deudor de lo esperado, sería más bajo si los *holdouts* no hubiesen accionado legalmente pidiendo el monto total más intereses de la deuda. **Sin embargo**, el costo no es tanto, como hubiera sido, si la moratoria del deudor se prolonga indefinidamente, situación reflejada en el **Punto B** (línea roja), donde el deudor se encontraría sin acceso al crédito. En el **punto C** (Amarillo) gracias a la adopción de cláusulas de agregación, el costo del derecho pasa a manos de una mayoría acreedores, el costo del acuerdo es menor que en la primera situación, pues al establecerse un umbral de votación de dos ramas, el acuerdo se alcanza al contar con la anuencia de los tenedores del 66% del monto de la deuda. Las series bloqueadas son materia de litigio, pero no impiden la reestructuración de las restantes ya aprobadas. En el **punto E** (línea negra), se supone la existencia de un sistema de votación de una sola armada, por lo que una vez conseguido la anuencia de los tenedores del 75% del monto total de la deuda se aprueba la reestructuración, con ello se reducen aún más los costos de transacción. El menor costo se alcanza en E, por ende es el punto más eficiente.

Hasta este momento hemos podido apreciar que la aplicación del enfoque contractual en el caso específico resulta eficiente a la hora de permitir que los acuerdos de reestructuración se concreten. Sin embargo, también es importante destacar el hecho de que las soluciones que brinda el enfoque contractual se circunscriben estrictamente a una relación contractual específica entre las partes. En otras palabras, solo se aplican sus disposiciones sobre aquellos instrumentos que lleven insertas cláusulas de agregación modificadas. Ello irremediamente nos lleva a preguntarnos sobre el resto de las emisiones existentes reguladas bajo otras reglas, y que además no llevan insertos los mecanismos actuales de votación.

En efecto, el propio FMI ha estimado que de conseguirse la inclusión de las nuevas CACs en los instrumentos de deuda a ser emitidos, no habrá gran repercusión respecto del stock total de bonos circulantes en el mercado. En 2015 se estimó que el valor corriente del stock de bonos soberanos pendientes de pago era de U\$S 900 mil millones. Estimaciones del FMI (2014) señalan que del total, el 71% madurará en 10 años, mientras

que el 29% restante lo hará posteriormente. Es precisamente ese altísimo porcentaje de 71% lo que preocupa seriamente a la hora de determinar los alcances de la eficiencia del enfoque contractual, ya que dentro de ese porcentaje se encuentran bonos soberanos que no contienen cláusulas de agregación y que en caso las tuviesen, son las clásicas CACs de primera de generación que no contemplan el mecanismo de agregación en la votación. Es decir, escenarios en dónde una sola serie bloqueada impediría la puesta en marcha del plan de reestructuración.

Bonos soberanos de deuda: Perfil de canje de deuda por jurisdicción



Fuente: IMF. *Strengthening the contractual framework to address collective action*

Gráfico 9

Ello nos lleva a determinar que la eficiencia del enfoque contractual podrá observarse recién en el largo plazo, cuando los bonos sujetos a las nuevas regulaciones empiecen a madurar. En cuanto al problema de los bonos restantes, los efectos positivos son nulos, pues en el mediano plazo se tendrá que seguir lidiando con el lenguaje complejo de las viejas emisiones y las interpretaciones que la judicatura pudiese darles.

Respecto a ese último punto, merece destacar que si se habla de bonos emitidos bajo la jurisdicción del Estado de Nueva York, el 61% de éstos vencerán luego de 10 años y el 39% restante los harán años después (FMI, 2014). Ese 61% corresponde a las clásicas emisiones que tantos problemas derivados de acciones de *holdouts* han presentado, dónde el lenguaje jurídico de dichos bonos no contempla la existencia de ningunas de las

cláusulas defendidas por el enfoque contractual. Dada la jurisprudencia en materia de deuda soberana de la corte neoyorkina, los peligros de futuros bloqueos a reestructuraciones subsisten.

Porcentaje de bonos internacionales en circulación que madurará en:
(Cumulative; in percent)

| | New York Law | English Law | Total |
|-----------|---------------------|--------------------|--------------|
| 3 years | 17.1% | 28.5% | 24.0% |
| 5 years | 27.7% | 45.0% | 39.3% |
| 7 years | 39.7% | 61.0% | 53.0% |
| 10 years | 61.0% | 78.8% | 71.3% |
| >10 years | 39.0% | 21.2% | 28.7% |

Sources: National authorities, Bloomberg, Dealogic and IMF staff calculations.

Fuente: IMF. *Strengthening the contractual framework to address collective action*

Gráfico 10

En conclusión, el enfoque contractual sin duda permite reducir el efecto negativo de la presencia de *holdouts* dentro de una emisión de deuda pendiente de reestructuración. Sin embargo, su eficiencia se circunscribe estrictamente a las cláusulas contenidas en una emisión particular que contemple la existencia de mecanismos de agregación en la votación. Dado que recién a partir de 2014 se han empezado a incluir tales cláusulas dentro de los bonos emitidos⁵¹, los efectos positivos del enfoque se producirán en el largo plazo; es decir, cuando las nuevas emisiones empiecen a madurar pasados los diez años. Por lo que la existencia de un escenario gris durante el periodo de transición de los bonos viejos hacia los nuevos, es el principal vacío que presenta este enfoque.

3.3.2. Eficiencia del enfoque legal

Anteriormente se mencionó lo que ocurría en el caso de la existencia de externalidades negativas públicas, señalando que en esas situaciones la adopción de un régimen de propiedad pública es una herramienta útil, porque permite que la dotación del bien público sea decidida colectivamente por una mayoría que representa los intereses de toda la comunidad.

⁵¹ Hasta esa fecha habían sido incluidos en las emisiones de deuda de Argentina República Dominicana, Grecia y Uruguay.

Partiendo de esa premisa, la propuesta del enfoque legal, supone la existencia de una institución que se encargue de velar por el mantenimiento de la estabilidad financiera internacional, implica entender ésta como proveedora de un bien público, cuya provisión debe ser asumida por toda la comunidad, ya que los beneficios que proporciona impiden que pueda aplicarse la exclusión hacia los demás y, por el contrario, las externalidades positivas que produzca sean enormemente beneficiosas para el conjunto de individuos.

El Análisis Económico del Derecho nos permite apreciar que, el establecimiento de un derecho a una reestructuración de su deuda en favor de un Estado, supeditado a la conformidad de una mayoría de acreedores en torno a la aprobación de una reestructuración, resulta compatible con el Teorema de Hobbes. Ello supone entender el cambio como una asignación de derechos hacia quienes más los valoran, entendiendo que son, tanto la mayoría de los acreedores, como el deudor; quienes obtienen una mayor utilidad con la reestructuración. El cambio contribuye a mejorar la eficiencia del proceso, reduciendo sus costos e incrementando el bienestar social.

La propuesta original, contempla que una institución independiente adscrita al FMI asuma el rol de dirección del proceso de reestructuración de deuda, ello requiere necesariamente pasar por una modificación del estatuto de dicho órgano a efectos de dotarlo de las facultades necesarias para asumir dicha función. Recordemos que si bien dentro del organismo las decisiones importantes se adoptan con una mayoría calificada de 70% y las más importantes con un umbral de 85% de sus miembros representados por los directores elegidos, no obstante, Estados Unidos tiene en su poder el 16,74% de la decisión, ya que puede elegir exclusivamente a un director (al igual que también pueden hacerlo Reino Unido, Francia, Alemania y Japón); a diferencia del resto de países que solo pueden elegir directores actuando en bloque. Dicha situación evidentemente eleva los costos de transacción necesarios para reformar la carta constitutiva del fondo y es precisamente uno de los principales obstáculos que enfrenta esta propuesta de institución administradora al amparo y control del FMI.

La otra propuesta y que ha reactivado el debate en torno al marco regulador pasa por la adopción de una ley modelo para la reestructuración de deudas soberanas, elaborada por una comisión especial cuya creación sea auspiciada por la Asamblea de Naciones Unidas, en donde cada Estado miembro cuenta con derecho a voto y el ejercicio del veto

no está permitido. Abordar la propuesta desde el seno de la Asamblea de Naciones Unidas desde luego también implica incurrir en altos costos de transacción, pero sin duda, menores que los que implican hacerlo desde el ámbito organizacional del FMI. Empero, las resoluciones de la Asamblea General de Naciones Unidas no tienen carácter vinculante; es decir, no obligan a las demás partes en desacuerdo a cumplirla. Ante ello, surge el problema relativo a la efectividad de la norma, de nada sirve que cada país adopte la ley modelo propuesta por la comisión creada por la Asamblea General, si la misma no será aplicada en los países en donde se llevan a cabo la mayoría de las transacciones internacionales de deuda, nos referimos a las jurisdicciones norteamericana e inglesa.

Para saltar este problema, los autores de la propuesta señalan que al momento de realizar nuevas emisiones, las partes deben dejar expresamente claro que someten las cuestiones futuras derivadas de la contratación a lo establecido en la Ley Modelo para la deuda soberana. De esa manera, cualquier controversia futura que surja, obligará a los tribunales que conozcan la cuestión a aplicar la norma modelo. Sin embargo, ¿estarán acreedores dispuestos a firmar esa inclusión? Si lo hacen, ¿no deberán subir la tasa de interés de los créditos a fin de guarecerse ante posibles incumplimientos futuros?

Para responder a ello debemos empezar por señalar qué implicancias tiene aceptar las reglas fijadas por la Ley. La principal y la que atañe a los acreedores es la correspondiente al umbral necesario para la votación de la reestructuración. La Ley señala que se debe contar con la anuencia de los titulares de los $\frac{2}{3}$ del capital total, es decir, que si no se consigue superar ese umbral no habrá reestructuración, pues entre los derechos que inspiran la norma, está el derecho de una mayoría calificada a decidir si acepta o no la reestructuración.

Si bien uno de los pilares del marco regulatorio es reconocer el derecho de una nación a reestructurar su deuda, el otro fundamento y no menos importante es que tal decisión debe ser aprobada por una mayoría calificada, quienes tienen el derecho a aceptarla o no, si es que esta no ofrece las suficientes garantías respecto a la sostenibilidad y credibilidad del plan. En otras palabras, el riesgo que asumirían los acreedores, es el mismo que enfrentan a la hora de incluir cláusulas de agregación que contemplen un umbral de votación del 66% ($\frac{2}{3}$).

En ese orden de ideas, los riesgos existentes a la hora de someter los problemas futuros derivados de emisiones de deuda a las reglas de una norma modelo para reestructuración de deudas son casi los mismos riesgos de incluir cláusulas de acción colectiva con mecanismos de agregación en la votación, por lo que no supondrían un incremento significativo de la tasa de interés a la que se presta el dinero, máxime si tiene en cuenta el porcentaje promedio de las tasas de interés de las últimas emisiones de deuda con CACs. Si a ello se le suma que los bonistas cuentan con derivados que protegen sus inversiones ante riesgos de default, no cabría imaginar que podrían presentar una férrea resistencia a someter sus inversiones a las disposiciones de la norma modelo para la reestructuración de deudas.

El riesgo de una reestructuración es tomado en cuenta por los prestamistas internacionales al momento de establecer la tasa de interés a la que prestan el dinero, países con un historial crediticio complicado lógicamente tendrán que enfrentar una tasa más alta, ante un mayor riesgo de default en el futuro. En consecuencia, ex ante, los acreedores ya toman en consideración la necesidad de una reestructuración en el futuro, incluyen dicha variable dentro de sus cálculos y estimaciones, por lo que esa tasa de interés mayor a la promedio, respecto de la que prestan a países más estables, incluye el costo que eventualmente irrogaría una reducción del monto de intereses, de aprobarse una reestructuración en el futuro.

Por otro lado, el enfoque legal también establece un derecho de preferencia para aquellos acreedores que acuden en auxilio del Estado deudor que busca financiar su reestructuración, ello enciende nuestras alarmas al pensar en los acreedores primigenios no estarán dispuestos a ceder la preferencia del cobro de su crédito en detrimento de otros. No obstante, la ley modelo establece que se debe informar a los acreedores reestructurados, pudiendo estos oponerse si es que el monto a prestar es demasiado alto y existe un riesgo de insolvencia futura del deudor. No olvidemos que en la actualidad, instituciones crediticias internacionales como el FMI, al ser acreedores en última instancia, tienen preferencia en el pago por sobre los demás, por lo que este tipo de garantías no son extrañas en el mercado de deuda.

El que la ley modelo deje sentado que se deberá contar con el visto bueno de los acreedores reestructurados a efectos de aprobar nuevos préstamos del país deudor con

acreedores de última ratio, cuyos créditos gozaran de prioridad. Esta condición ayuda disciplinar el mercado, actúa como una advertencia a los deudores respecto a que no podrán prestar cantidades exorbitantes para cubrir los intereses luego de la reestructuración. Así se eliminan incentivos en estos últimos a adoptar conductas tendientes a incrementar su deuda sin control con la única esperanza de seguir prestando, y en lugar de ello se incentiva a seguir el camino indicado en su propuesta de reestructuración. Por otro lado, la existencia de una institución que sirva de puente de comunicación entre prestatarios y prestadores garantiza que la información circule adecuadamente entre las partes, ello ayuda a que los acreedores se mantengan alertas respecto al comportamiento del deudor.

Hasta aquí queda claro entonces que no es adecuado suponer que la adopción de un marco regulatorio para la deuda a través de una Ley Modelo genera costos insuperables para los Estados, traducidos en elevadas tasas de interés que diluyen el beneficio esperado con la aplicación de la solución, no obstante, surge otro inconveniente. Si bien una vez aprobado el mecanismo internacional, todo Estado que desee obtener financiamiento externo a través de la emisión de deuda podrá acogerse a la norma modelo al momento de hacerlo, los efectos positivos solo se reflejarán en las emisiones futuras que se lleguen a realizar, por ende, nuevamente surge el problema respecto a qué hacer con las emisiones antiguas que aún no han vencido, que representan el mayor porcentaje de dinero circulante en emisiones y que no se hallan protegidas bajo ninguna regla que permita la decisión mayoritaria de acreedores respecto a una reestructuración.

La respuesta que se da este problema no es nada sencilla y resulta muy controversial. Pasa por aplicar la norma modelo de manera retroactiva, es decir, que un Estado podrá invocarlas para modificar las relaciones ya existentes surgidas antes de la entrada en vigencia del marco internacional. Nuevamente volvemos a preguntarnos ¿cómo afecta eso a los tenedores de esos bonos? La respuesta pasa nuevamente por revisar qué porcentaje a favor de una reestructuración ha habido en procesos de esas características (sin mecanismos de agregación en la votación), lo que nos lleva a establecer que siempre que exista una mayoría dispuesta a reestructurar, y que el porcentaje de dicha mayoría sea alto, no les afectaría el que les aplicase las reglas de la Ley Modelo a sus emisiones, pese a que están fueron realizadas antes de la entrada en vigencia de la norma, ya que igualmente accederán a una reestructuración si la propuesta presentada resulta razonable.

Empero, la retroactividad de una norma no es una regla común en el derecho, expresamente se suele defender la irretroactividad de la norma en el derecho penal (solo se permite cuando es favorable al reo) y en el derecho tributario. Ello es así porque la retroactividad de una norma implica que pueda aplicarse la misma a hechos ocurridos antes de su entrada en vigencia, en consecuencia, debido al principio de seguridad jurídica de los contratos, se suele tratar con pinzas el tema de la aplicación retroactiva de una ley.

Precisamente la retroactividad es una característica esencial que debería tener un enfoque basado en un marco regulatorio internacional, a efectos de expandir las externalidades positivas que se busca generar con su implementación, en aras de maximizar el bienestar social. Partiendo desde esa premisa, la búsqueda de la estabilidad económica internacional, entendida esta como bien público, empujaría a extender los efectos de la norma más allá de los contratos que se firman luego de su promulgación pues, dado el ínfimo porcentaje que representan estos dentro del total de emisiones circulantes, la diferencia entre aplicar o no la norma de manera retroactiva arroja diferentes resultados que redundan en una mayor o menor eficiencia del mecanismo.

Pero, la decisión entorno a la aplicación retroactiva de un norma es una cuestión a tratar por la judicatura del país que conoce la controversia. En ese sentido, los defensores del enfoque contractual han señalado que dado que lo que se pretende es la provisión de bien público tan importante como la estabilidad económica internacional, evitando la aparición de crisis sistémicas derivadas de un número cada vez mayor de reestructuraciones obstaculizadas, con el riesgo inminente de múltiples cesaciones de pagos; el Estado de Nueva York puede hacer uso de su margen de maniobra para aplicar normas de manera retroactiva en los contratos, recurriendo a su rol de policía. Todo ello en aras de salvaguardar un fin público, como lo sería la estabilidad económica internacional, algo sin duda importante para la ciudad norteamericana, sede internacional de grandes transacciones, más aun teniendo cuenta que la afectación que se pueda causar, como consecuencia de la aplicación retroactiva de la norma, no sea sustancial.

Más allá de los extensos debates que seguramente generaría la cuestión en torno a la aplicación retroactiva de una norma que regule el proceso de reestructuración de deuda, lo que importa destacar es que independientemente de cual sea la regla, la irretroactividad

o la retroactividad, la preferencia de los acreedores siempre será hacia opciones que les aseguren un retorno positivo y constante de sus intereses. Para que ello ocurra, el país deudor puede necesitar de una reestructuración, la cual le será otorgada siempre que la mayoría de acreedores considere que sea beneficioso a sus fines. Recordemos que las reestructuraciones siempre se producirán, porque el costo de permanecer en estado de insolvencia es demasiado alto, por ende, cualquier solución debe partir de la búsqueda de reducción de obstáculos y pensando en la manera de obtener el máximo beneficio de la aplicación de una estrategia. En ese sentido, para los fines de eficiencia y maximización del bienestar social es deseable que se permita la retroactividad de la norma adoptada para regular el proceso de reestructuración de la deuda soberana.

No obstante, debe quedar claro que, aún sin una aplicación retroactiva, el enfoque legal sigue siendo una alternativa más amplia, considerando su ámbito de aplicación más global. Además, las decisiones que se adopten a través de la Institución, en lo referente a la interpretación de las reglas establecidas respecto a la mayoría, van creando precedentes que se aplican a casos similares, ello se traduce una reducción de los costos de transacción y de la incertidumbre respecto a la interpretación judicial que pueda hacerse sobre un tema. De otro lado, desde el enfoque contractual el acceso a la información es más sencillo, pues la institución sirve de fuente constante de datos hacia los acreedores, permitiendo a éstos permanecer atentos al comportamiento de cada país.

3.3.3. Comparando ambas propuestas

Llegados a este punto, hemos afirmado que ambos enfoques permiten un resultado eficiente, sin embargo, cada uno proporciona distintos niveles de bienestar. Para simplificar nuestro análisis se elaboró un cuadro exponiendo las ventajas y desventajas de cada uno de los enfoques:

Cuadro comparativo de ambos enfoques

| Enfoque contractual | | Enfoque Legal | |
|--|---|--|---|
| <p>Ventajas</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Permite la votación agregada. ➤ La votación en dos ramas. ➤ Es eficiente en las emisiones | <p>Desventajas</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ No permite un período de gracia mientras duren las negociaciones. | <p>Ventajas</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Permite un período de gracia mientras duren las negociaciones | <p>Desventajas</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Altos costos de transacción políticos ➤ La aplicación retroactiva de la norma resulta difícil. |

| | | | |
|---|---|--|--|
| <p>dónde se incluyan la cláusula.</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Incrementa el costo de adoptar posiciones de <i>holdout</i>. ➤ En los casos en los que no se alcance la mayoría de votos a favor para una reestructuración dentro de una serie, no impide que en las demás, dónde sí se haya obtenido mayoría, se siga adelante. ➤ Reduce los costos de transacción durante la negociación. | <ul style="list-style-type: none"> ➤ Solo es vinculante a las partes dentro del contrato. ➤ No brinda solución eficiente a las deudas circulantes del actual stock. ➤ Sus efectos positivos recién se vislumbrarán en el largo plazo. ➤ Si la cláusula prevé una votación de una sola armada, el porcentaje de aceptación es de 75%, sigue siendo alto. | <ul style="list-style-type: none"> ➤ Resulta más eficaz en la reducción de la incertidumbre, pues las controversias derivadas durante la negociación se resuelven en Arbitraje. ➤ Reduce el umbral de votación en 2/3 (66%) del total de la deuda. ➤ De surgir alguna disputa respecto al cómputo de la mayoría necesaria, la controversia se dirime en arbitraje. ➤ Reduce los costos de transacción de la negociación. | <ul style="list-style-type: none"> ➤ Para obtener el mayor beneficio social se debe aplicar de manera retroactiva, lo cual genera mucha controversia. |
|---|---|--|--|

3.4. ¿El enfoque legal resulta más eficiente que el enfoque contractual?

Llegados a este punto es conveniente repasar y detallar todas las observaciones que hemos categorizado a lo largo de la presente investigación a efectos de responder a la pregunta central de nuestro trabajo.

3.4.1. Costos altos del actual proceso de reestructuración de deudas

Como hemos podido apreciar, dadas las actuales características que rigen el mercado de deuda soberana, los procesos de reestructuración enfrentan costos muy altos. Ante la inexistencia de mecanismos que permitan una votación agregada de todos los acreedores, la unanimidad obliga a tener que lidiar en tribunales con los *holdouts*. A consecuencia de ello, las reestructuraciones terminan costando más de lo que inicialmente se tenía previsto al momento de presentar el plan, por lo que los beneficios esperados se reducen pudiendo

incluso ser insuficientes para que el país retorne al camino de la sostenibilidad. La inexistencia de un mecanismo que ordene y administre el proceso de reestructuración genera que el mismo se alcance con elevados costos sociales en perjuicio de los Estados deudores, por lo que resulta de vital importancia adoptar mecanismos que reduzcan los costos de este proceso.

3.4.2. Eficiencia relativa del enfoque contractual

La solución planteada por el enfoque contractual es eficiente en la medida que rompe con la unanimidad como criterio de decisión y apuesta por dejar la misma en manos de una mayoría calificada. Empero, el principal problema que enfrenta este enfoque radica en el pequeño grado de alcance que posee, ya que solo vincula contractualmente a las partes que incluyan en sus emisiones cláusulas de agregación en la votación. Por ende también, tampoco garantiza protección alguna frente a aquellos bonos ya emitidos, que no contemplan mecanismo alguno de votación agregada, cuyos vencimientos están cerca (en promedio a los diez años), los cuales constituyen un grave riesgo para la continuidad de futuras reestructuraciones. A pesar de ello, no debe dejar de resaltarse que, pese a todas las falencias que pueda presentar el enfoque contractual, debe continuarse la difusión de sus herramientas en las nuevas emisiones.

3.4.3. ¿Cuál es la solución más eficiente?

Dadas las características que presenta el enfoque contractual, se aprecia un mayor alcance respecto a su aplicación, si bien, al igual que con las CACs, la subsunción de las relaciones derivadas de una emisión queda supeditada a la voluntad de las partes, que son las que finalmente acuerdan regirse por las disposiciones de dicho mecanismo, el esfuerzo conjunto que implica desplegar las estrategias necesarias para su implementación reviste de cierto grado de notoriedad mayor al de la implementación de un enfoque contractual basado solamente en el mercado.

Son dos los principales problemas que enfrenta el enfoque legal, cuya superación permitirá que se consigan resultados eficientes. El primero consiste en lograr que el marco legal pueda ser aplicado en las jurisdicciones dónde principalmente se tranzan los bonos soberanos y el segundo problema tiene que ver con la necesaria aplicación retroactiva de

las disposiciones del marco. Empero, lo que interesa destacar es que dadas las características que presenta un proceso de reestructuración, ex ante los acreedores toman en consideración el hecho de que en el futuro pueda o no producirse un pedido de ese tipo, por lo que sopesaran ese riesgo elevando la tasa de interés del crédito, a fin de compensar las pérdidas futuras que una eventual reestructuración genere al ofrecer un descuento de los intereses vencidos, ante el temor de que un Estado deudor entre en un prolongado estado de moratoria.

En ese orden de ideas, la mayoría de los acreedores son neutrales al riesgo de reestructuración, por lo que, a efectos de eficiencia, es preferible que se permita la aplicación retroactiva de la ley modelo, con el objetivo de maximizar el beneficio que la aplicación del enfoque permita lograr. Por consiguiente, luego del estudio de casos, nos es posible poder comprobar la hipótesis planteada en el presente trabajo, por lo que podemos afirmar que el proceso de reestructuración de deuda soberana se desarrolla de manera más eficiente y con un mayor beneficio social desde un enfoque legal basado en un marco regulatorio internacional que desde uno de tipo contractual.

3.4.4. Hacia una mejora del sistema, el tránsito del enfoque contractual al legal.

De lo señalado hasta este momento queda claro que resulta vital y necesario continuar con la difusión del uso e implementación de las nuevas cláusulas de agregación en la votación propuestas por el ICMA, dado que es necesario aclarar muchas cuestiones que en el pasado han generado que se emitan decisiones judiciales que implicaron altísimos costes económicos.

Así también, es necesario destacar que el problema de la reestructuración de deuda puede ser abordado de una manera más eficiente desde un enfoque legal, que implique la adopción de un marco legal internacional, basado en una Ley Modelo, que oriente y guíe el proceso de reestructuración. No obstante, la difusión de la aplicación de las reglas del enfoque contractual puede contribuir a disminuir el costo de negociación para la adopción del enfoque legal. Una universalización del uso de CACs, puede ayudar a difundir el hecho de que las reestructuraciones de deudas son en ocasiones necesarias.

CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIONES

Las reestructuraciones de deuda en ocasiones son necesarias para recuperar la estabilidad económica de un país o región, prueba de ello es que en los últimos treinta años se han emprendido muchas reestructuraciones a fin de aliviar la situación de muchos países con elevado nivel de endeudamiento. Podemos mencionar por ejemplo las que se llevaron a cabo en el marco del plan Brady, que significaron una renegociación de la deuda externa, con una reducción de los intereses. Ello permitió a muchos países de Latinoamérica, como Perú, dejar atrás el periodo de crisis e inflación de la década de los 80s. No obstante, en Argentina, pese a que durante los primeros años la aplicación de las políticas liberales adoptadas trajo buenos resultados, no se pudo evitar la crisis de 2001, surgida a consecuencia del elevado nivel de endeudamiento que había contraído el país para financiar el régimen de convertibilidad imperante desde 1991. Ello llevó a declarar la suspensión de pagos y a comenzar una serie de negociaciones con sus acreedores en busca de una reestructuración.

En procesos de reestructuración de deuda, como el peruano y como el argentino, problemas derivados de la adopción de una postura *holdout*, por parte de una minoría de acreedores frustraron la puesta en marcha de los acuerdos alcanzados, pues estos bonistas minoritarios entablaron acciones legales exigiendo el pago total de intereses, obteniendo en ambos casos sentencias favorables que dejaron un precedente perjudicial en términos económicos. Ello se tradujo en un incentivo para adoptar una postura similar (*holdout*) en aras de obtener un mayor beneficio, incrementando con ello los costos del proceso de reestructuración.

Con el objetivo de minimizar el accionar de los *holdouts* y hacer más eficiente el proceso de reestructuración se han propuesto soluciones desde dos enfoques claramente diferenciados: uno de tipo contractual, basado en la inclusión de cláusulas de agregación en la votación que permiten a una mayoría calificada decidir la aprobación o no de un plan de reestructuración; y otro enfoque de tipo legal, basado en un marco internacional vinculante a todas las partes, dicho marco reconoce el derecho de un Estado a una reestructuración y otorga la potestad de concederla a una mayoría calificada de acreedores.

El enfoque contractual consiste en la inclusión de cláusulas con mecanismos de agregación en la votación. Dichos mecanismos estructuran una votación en dos armadas, para la primera, el umbral de votos debe ser del 50% del capital para una votación serie por serie y de 66% (2/3) para la totalidad de las series a reestructurar. La novedad de esta nueva cláusula de agregación es que, a diferencia de la tradicional, reduce el umbral de votación y permite continuar con el proceso cuando una serie quede bloqueada por el accionar de los *holdouts*, siguiéndose adelante con las restantes en las que sí se haya alcanzado el umbral establecido. Por otro lado, también contempla que la votación sea realizada en una sola armada, con la diferencia que para ese caso sí se exige que el umbral de votación sea del 75% a favor, además de que se ofrezca iguales instrumentos a todos los acreedores.

Analizar desde la perspectiva del Análisis Económico del Derecho este enfoque, supone entender su planteamiento como un cambio en las normas contractuales que regulan la decisión respecto a una reestructuración. Este cambio, compatible con el Teorema de Coase, supone una reducción de los costos de negociación, pues la decisión adoptada por una mayoría es vinculante a la totalidad de acreedores. De igual modo, la posibilidad de una votación en una sola armada reduce aún más los costos de transacción ya que disminuye el costo de negociación entre las partes.

En ese entender, la solución planteada por el enfoque contractual es eficiente en la medida que rompe con la unanimidad como criterio de decisión y apuesta por dejarla en manos de una mayoría calificada. Empero, el principal problema que enfrenta este enfoque radica en el pequeño grado de alcance que posee, pues solo vincula contractualmente a las partes que incluyan cláusulas de agregación en sus emisiones. Por ende, tampoco garantiza protección alguna frente a aquellos bonos ya emitidos que no contemplan ninguno de los mecanismos de votación agregada y con vencimientos cercanos, por lo que el riesgo de una inestabilidad persiste.

Por otro lado, desde el enfoque legal se busca implementar un marco regulatorio internacional que se encargue de la conducción del proceso de reestructuración de deuda actuando como intermediario entre las partes, para lo cual requiere la creación de una institución dotada de un panel independiente que pueda conocer un pedido

reestructuración, evaluarlo y correr el traslado a los acreedores para su evaluación. Dicha institución se encarga de velar que se cumpla con el umbral requerido para que una mayoría de acreedores apruebe el plan. Es decir, verifica que la adherencia de acreedores a favor sea del 2/3 del total de la deuda, resolviendo cualquier disputa relacionada al cómputo de este quórum.

Desde la visión del AED, la adopción de un marco legal internacional para la deuda soberana supone un cambio en la asignación de derechos, ya que reconoce el derecho de un Estado a reestructurar su deuda siempre que cuente con el respaldo de una mayoría calificada de acreedores. Este cambio resulta compatible con el Teorema de Hobbes, pues el derecho a decidir una reestructuración pasa a favor de quienes más lo valoran: la mayoría de los acreedores y el deudor, ya que estos obtienen una mayor utilidad con la reestructuración. La asignación de ese derecho implica entender que la finalidad del marco consiste en brindar estabilidad económica (entendida esta como bien público) al mercado de deuda, buscando llevar adelante reestructuraciones necesarias, evitando así un mayor deterioro de la situación económica global.

Son dos los principales problemas que enfrenta el enfoque legal. El primero es lograr que el marco legal pueda ser aplicado en las jurisdicciones donde principalmente se tranzan los bonos soberanos, es decir New York y Londres. Los defensores del modelo resaltan que la sola referencia al marco en el contrato bastará para que las reglas fijadas en él puedan oponerse a aquellos acreedores que no deseen reestructurar. El segundo problema es la necesaria aplicación retroactiva de las disposiciones de la ley, a fin de que la solución no sea vea limitada de manera similar a como ocurre en las CACs. La justificación legal subyace en que el Estado de Nueva York, ejerciendo sus deberes de policía, en salvaguarda de la estabilidad económica internacional, adopte la Ley Modelo a efectos de prevenir una crisis originada por la incapacidad de los deudores de hacer frente a sus obligaciones de manera oportuna.

Dadas las características que se presentan en un proceso de reestructuración, ex ante, los acreedores toman en consideración el hecho de que en el futuro pueda o no producirse un pedido de esas características, por lo que sopesaran ese riesgo elevando la tasa de interés del crédito a fin de compensar las pérdidas futuras que una eventual reestructuración genere, al ofrecer ésta un descuento de los intereses vencidos. En

consecuencia, la mayoría de acreedores son neutrales al riesgo de reestructuración, por lo que, a efectos de eficiencia, es preferible que se permita la aplicación retroactiva de la ley modelo. Del mismo modo, no resulta aconsejable pensar que los costos de los préstamos puedan incrementarse desmesuradamente a consecuencia de la implementación del enfoque legal. En todo caso estos no serán mayores a los costos derivados de la aplicación del enfoque contractual.

El hecho de que se permita al deudor obtener nuevos préstamos para financiar la reestructuración, y que además se otorgue a los nuevos acreedores un derecho preferente de pago, siempre claro que los antiguos acreedores acepten la subrogación de sus créditos, constituye un instrumento útil para disciplinar la conducta del deudor respecto al manejo de su política económica durante el curso de las negociaciones. Ello debido a que para obtener la anuencia de sus acreedores reestructurados deberá dar muestras claras de la seriedad de sus políticas y la viabilidad del plan propuesto, caso contrario no recibirá el permiso para subrogar los viejos créditos en favor de los nuevos.

En ese orden de ideas, podemos afirmar la superioridad en términos de eficiencia y maximización del bienestar social del enfoque legal sobre el contractual, dados los mayores beneficios que produce dicho enfoque sobre el conjunto total de emisiones. No obstante, debe buscarse que ambos enfoques puedan complementarse y servir conjuntamente para un mismo fin, la difusión de la aplicación de las reglas del enfoque contractual puede contribuir a disminuir el costo de negociación para la adopción de una solución basada en el enfoque legal. Una universalización del uso de CACs puede ayudar a establecer el hecho de que las reestructuraciones de deudas son en ocasiones necesarias, por lo que abogar por la existencia de regímenes legales, que permitan que estas puedan concretarse sin perjudicar los derechos reconocidos de los acreedores, a un menor costo y con un mayor beneficio social; resulta útil y necesario.

BIBLIOGRAFÍA

- Acciarri, H. (2009). *Elementos del Análisis Económico del Derecho de Daños*. Buenos Aires : Asociación Latinoamericana y del Caribe de Derecho y Economía (ALACDE).
- Alesina, A., & Guido, T. (Julio de 1990). A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt. *Review of Economic Studies*, 87(5), 403-414.
- Almeida, P. (18 de agosto de 2015). *Observatorio Económico y Social*. Obtenido de Universidad Nacional de Rosario: <http://www.observatorio.unr.edu.ar/deuda-publica/>
- Anciano, C. (22 de enero de 2013). *Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) en el Mercado de Deuda Pública*. Obtenido de Lo que la ley regula: <http://loquelaleyregula.blogspot.com/2013/01/clausulas-de-accion-colectiva-cac-en-el.html>
- Arbia, C. (27 de junio de 2014). Tres cláusulas legales condenan a Argentina frente a los holdouts. *INFOBAE*. Obtenido de <https://opinion.infobae.com/carlos-arbia/2014/06/27/tres-clausulas-legales-condenan-a-argentina-frente-a-los-holdouts/index.html>
- Barro, R. (1979). On the determination of the Public Debt. *Journal of Political Economy*, 85(5), 940-971.
- BBC. (10 de Julio de 2015). *8 preguntas básicas para entender lo que pasa en Grecia... y sus consecuencias*. Obtenido de BBC-MUNDO: http://www.bbc.com/mundo/noticias/2015/07/150702_grecia_deuda_crisis_referendo_preguntas_basicas_vj_aw
- BBC. (5 de abril de 2017 a). *El secreto detrás de la increíble recuperación económica de Portugal: ¿cómo hizo para reducir el déficit y al mismo tiempo aumentar los salarios?* Obtenido de BBC: <http://www.bbc.com/mundo/noticias-39494514>
- BBC. (8 de Agosto de 2017). Los países de América Latina que tienen más deuda externa (y por qué es preocupante). *BBC-Mundo*. Obtenido de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-40853676>
- Bishop, G., Damrau, D., & Miller, M. (1989). 1992 and beyond: Market discipline can work in the EC Union. *Salomon Brothers*.
- Bunsow, F. (2014). El default técnico y la negociación con los holdouts. *La Ley*, 1182 y ss.
- Calabresis, G., & Melamed, D. (1972). Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral. *Harvard Law Review*, 85(6), 1089-1128.

- Calcagno, A., & Calcagno, E. (2006). *La deuda externa explicada a todos*. Buenos Aires: Catalogos Editora.
- Camarero, J. M. (30 de marzo de 2016). *Irlanda sale de sus crisis por el camino de los drásticos ajustes*. Obtenido de El correo: <http://www.elcorreo.com/bizkaia/economia/201602/28/irlanda-sale-crisis-camino-20160228024452-rc.html>
- Casas, M. (17 de marzo de 2016). Acuerdo con los buitres:¿imprevisto? *Clarín*, pág. 30.
- CEPAL. (2017). *Balance Preliminar de las Economías de América del Sur y del Caribe*. Santiago: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Obtenido de https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42651/117/S1701283_es.pdf
- CEPAL. (2017a). La situación fiscal, evolución del déficit, deuda, el gasto y los ingresos. *Perspectivas para América Latina y el Caribe*, 9-34. Obtenido de https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/41044/10/S1700069_es.pdf
- Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Económica*, 336.
- Coase, R. (1960). The problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*(3), 1-44.
- Congreso de la República del Perú. (2003). *Comisión investigadora encargada de cumplir las conclusiones y recomendaciones a las que arribaron las cinco comisiones investigadoras del período legislativo 2001-2002*. . Lima: Fondo Editorial del Congreso.
- Conn, R. J. (2016). Perspectives on a Sovereign Debt Restructuring. Less is more. En M. Guzman, J. Ocampo, & S. J. Eds., *Too Little Too Late. The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises* (págs. 231-240). New York: Columbia University Press.
- Cooter, R. (1982). The Cost of Coase. *Journal of Legal Studies*, 11, 1.
- Cooter, R., & Ullen, T. (1998). *Derecho y Economía*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Demsetz, H. (1967). Toward a Theory of Property Rights. *American Economic Review*(57), 347.
- Drucaroff, A. (2014). Una situación compleja y sin precedente que impide hablar de default . *La Ley* , 1182.
- Elespe, D. (2014). Respecto a la posible declaración de default en los títulos de canje soberano. *La Ley*, 1189.

- Fatas, A. (30 de marzo de 2010). *Wall Street Pit*. Obtenido de Gross Debt, Net Debt (and future debt): <https://wallstreetpit.com/21762-gross-debt-net-debt-and-future-debt/>
- FMI. (2001). *International Financial Architecture for 2002: a new approach to sovereign debt restructuring*. Washington DC: International Monetary Fund.
- FMI. (2014). *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring*. Washington: International Monetary Fund, IMF Policy Paper.
- Gasalla, J. (7 de abril de 2018). ¿A cuanto asciende la deuda pública de Argentina? *INFOBAE*. Obtenido de <https://www.infobae.com/economia/2018/04/07/a-cuanto-asciende-la-deuda-publica-de-argentina/>
- Gasalla, J. (4 de agosto de 2018 a). La deuda pública se aproxima al 70% del PBI, el nivel más alto en 12 años. *INFOBAE*, págs. <https://www.infobae.com/economia/2018/08/04/la-deuda-publica-se-aproxima-al-70-del-pbi-el-nivel-mas-alto-en-12-anos/>.
- Guzman, M. (2001). An Analysis of Argentina's. *Centre for International Governance Innovation Paper, N° 110*, 12.
- Guzmán, M. (2016a). Reestructuración de deudas soberanas en un arquitectura financiera-legal con huecos. *Revista Jurídica de la Universidad de Puerto Rico*, 611-627.
- Guzman, M., & Casas, G. (2018). Las secuelas del “juicio del siglo” “Draw Capital Partners vs. Argentina”. *La Ley*, 1-3.
- Guzman, M., & Stiglitz, J. (15 de junio de 2015a). *A Rule of Law for Sovereign Debt: Project Syndicate*. Obtenido de Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/commentary/sovereign-debt-restructuring-by-joseph-e-stiglitz-and-martin-guzman-2015-06?barrier=accessreg>
- Guzmán, M., & Stiglitz, J. E. (9 de noviembre de 2015). *A Step Forward for Sovereign Debt: Project Syndicate*. Obtenido de Project Syndicate: <https://www.project-syndicate.org/commentary/sovereign-debt-restructuring-un-principles-by-joseph-e--stiglitz-and-martin-guzman-2015-11?barrier=accessreg>
- Guzman, M., & Stiglitz, J. E. (2016). Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works. En M. Guzman, & J. E. Stiglitz, *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crisis* (págs. 3-32). New York: Columbia University Press.
- Guzman, Martin; Stiglitz Joseph E. (9 de noviembre de 2015). *A Step Forward for Sovereign Debt: Project Syndicate*. Obtenido de Project Syndicate:

<https://www.project-syndicate.org/commentary/sovereign-debt-restructuring-un-principles-by-joseph-e--stiglitz-and-martin-guzman-2015-11?barrier=accessreg>

- Guzman, Martin; Stiglitz Joseph E. (9 de noviembre de 2015). *Project Syndicate*. Recuperado el abril de 2018, de <https://www.project-syndicate.org/commentary/sovereign-debt-restructuring-un-principles-by-joseph-e--stiglitz-and-martin-guzman-2015-11?barrier=accessreg>
- Haley, J. (9 de noviembre de 2016). Sovereign Debt Restructuring: a Coasean Perspective. En M. Guzman, J. A. Ocampo, & eds., *Too Little Too Late, The Quest to Resolve Sovereign Debt Crisis* (págs. 163-174). New York: Columbia University Press.
- Hernandez Sampieri, R. (2010). *Metodología de la Investigación*. Mexico D.F.: Mc Graw Hill.
- Horne, J. (1988). Criteria of External Sustainability. *IMF Working Paper*, 88-60.
- Horne, J. (1991). Indicators of Fiscal Sustainability. *IMF Working Paper*, 91/98, 5.
- Howse, R. (2016). Toward a Framework for Sovereign Debt Restructuring. What can Public International Law contribute? En M. Guzman, J. Ocampo, & S. J. Eds., *Too Little Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises* (págs. 241-252). New York : Columbia University Press.
- Kauser, J. (2016). Making a Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Operational. The Case for a Sovereign Debt Workout Institution. En M. Guzman, J. Ocampo, & S. J. Eds., *Too Little Too Late. The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises* (págs. 223-280). New York: Columbia University Press.
- Krueger, A. (mayo de 2002). (B. N. FMI, Entrevistador) Washington DC. Obtenido de www.imf.org
- Krueger, A. (2002b). *Sovereign Debt Restructuring Mechanism -- One Year Later*. Bruselas: IMF. Obtenido de <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp121002>
- Krugman, P., & Robin, W. (2009). *Microeconomics*. New York: Worth Publishers.
- Lane, T. D. (1993). Market Discipline. *IMF STAFF Papers*, 40(1), 53-88.
- Lucas, R., & Stokey, N. (1983). Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), 55-93.
- Mankiw, N. G. (2008). *Macroeconomía 6ta Edición* (6ta ed.). Barcelona: Antoni Bosch, Editor.

- Maqueda, A. (10 de febrero de 2018). *El País*. Obtenido de Una nueva vida para Grecia tras ocho años de rescate: https://elpais.com/economia/2018/02/10/actualidad/1518294242_612221.html
- Mondigliani, F. (1986). Comment. *Scandinavian Journal of Economics*, 88(1), 223-224.
- Muller, S. (3 de diciembre de 2017). *Portugal deja atrás la austeridad . Tiempo para la activación económica y nuevos inversores*. Obtenido de El debate de hoy: <https://eldebatedehoy.es/economia/portugal-economia-recuperacion/>
- Núñez Miñana, H. (1994). *Finanzas Públicas*. Buenos Aires : Macchi-ASAP.
- Nuriel, R., & Sachs, J. (1989). Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies. *European Economic Review*, 33(5), 903-938.
- Ocampo, J. (2016). Brief History of Sovereign Debt Resolution and a Proposal for a Multilateral Instrument . En M. Guzman, J. Ocampo, & J. E. Stiglitz, *Too Little Too Late. The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises* (págs. 189-285). New York : Columbia University Press.
- Piffano, H. (2013). Sistema tributario, la teoría de los bienes públicos y otros problemas asignativos. En H. Piffano, *Análisis Económico del Derecho Tributario* (págs. 33-102). La Plata: Universidad de la Plata. Obtenido de <http://www.depeco.econo.unlp.edu.ar/ebooks/libro-piffano-derecho-tributario/index.php>
- Ramos Núñez, C. (2007). *¿Cómo hacer una tesis en Derecho y no morir en el intento?* Lima: Gaceta Jurídica.
- RTI . (10 de octubre de 2015). *¿Buitres contra Perú? Un fondo quiere demandar a Lima por una deuda de hace más de 40 años*. Obtenido de RTI: <https://actualidad.rt.com/economia/188189-fondo-buitres-demandar-peru>
- Sach, J., & Larraín, F. (2002). *Macroeconomía en la economía global* (2da Edición ed.). Buenos Aires: Pearson Education S.A.
- Sánchez, M. (2015). El problema de la acción colectiva en la reestructuración de la deuda soberana :. *Revista Cubana de Economía y Sociedad*. Obtenido de "http://biblioteca.clacso.edu.ar/Cuba/ciei-uh/20150706095109/Marlen.pdf"
- Sargent, T., & Wallace, N. (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1-17.
- Shwarcz, S. (Octubre de 2015). A Model-law Approach to Restructuring Unsustainable Sovereign Debt. *Policy Brief*, 64.
- Sola, J. V. (2013). Capítulo XVI: Los Costos de Transacción,. En J. V. Sola, *Tratado de Derecho y Economía. Análisis Económico del Derecho Público y de los Tributos* (Vol. II, págs. 287-301). Buenos Aires: La Ley.

- Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 73(3), 393-410.
- Torsten, P., & Svensson, L. (mayo de 1989). Why a Stubborn Conservative Would Run a Deficit: Policy with Time-Inconsistent Preferences. *Quarterly Journal of Economics*, 104(2), 325-345.
- Townsend, R. M. (1979). Optimal contracts and competitive markets with costly state verification. *Journal of Economic Theory* 21, n°2, 265-293.
- Valero, O. (18 de julio de 2017). *El Confidencial* . Obtenido de Grecia se recupera: los griegos no : https://www.elconfidencial.com/mundo/2017-07-18/grecia-crisis-tsipras-bruselas-rescate-paro_1416551/

ANEXOS

1. Propuesta de Ley Modelo de Steven Swarcz (2015).

Chapter I: Scope, and Use of Terms

Article 1: Scope

(1) This Law applies where, by contract or otherwise, (a) the law of [this jurisdiction] governs [alternative: this Law is specifically stated to govern] the debtor-creditor relationship between a State and its creditors and (b) the application of this Law is invoked in accordance with Chapter II. (2) [This provision is optional] Where this Law applies, it shall operate retroactively and, without limiting the foregoing, shall override any contractual provisions that are inconsistent with the provisions of this Law.

Article 2: Use of Terms

For purposes of this Law:

- (1) “creditor” means a person or entity that has a claim against a State;
- (2) “claim” means a payment claim against a State for monies borrowed or for the State’s guarantee of, or other contingent obligation on, monies borrowed; and the term “monies borrowed” shall include the following, whether or not it represents the borrowing of money per se: monies owing under bonds, debentures, notes, or similar instruments; monies owing for the deferred purchase price of property or services, other than trade accounts payable arising in the ordinary course of business; monies owing on capitalized lease obligations; monies owing on or with respect to letters of credit, bankers’ acceptances, or other extensions of credit; and monies owing on money-market instruments or instruments used to finance trade;
- (3) “Plan” means a debt restructuring plan contemplated by Chapter III;
- (4) “State” means a sovereign nation;
- (5) “Supervisory Authority” means [name of neutral international organization].

Chapter II: Invoking the Law’s Application

Article 3: Petition for Relief, and Recognition

(1) A State may invoke application of this Law by filing a voluntary petition for relief with the Supervisory Authority.

(2) Such petition shall certify that the State (a) seeks relief under this Law, and has not previously sought relief under this Law (or under any other law that is substantially in the form of this Law) during the past [ten] years, (b) needs relief under this Law to restructure claims that, absent such relief, would constitute unsustainable debt of the State, (c) agrees to restructure those claims in accordance with this Law, (d) agrees to all other terms, conditions, and provisions of this Law, and (e) has duly enacted any national law needed to effectuate these agreements. If requested by the Supervisory Authority, such petition shall also attach documents and legal opinions evidencing compliance with clause (e).

(3) Immediately after such a petition for relief has been filed, and so long as such filing has not been dismissed by the Supervisory Authority [or this jurisdiction] for lack of good faith, the terms, conditions, and provisions of this Law shall (a) apply to the debtor-creditor relationship between the State and its creditors to the extent such relationship is governed by the law of [this jurisdiction]; (b) apply to the debtor-creditor relationship between the State and its creditors to the extent such relationship is governed by the law of another jurisdiction that has enacted law

substantially in the form of this Law; and (c) be recognized in, and by, all other jurisdictions that have enacted law substantially in the form of this Law.

Article 4: Notification of Creditors

- (1) Within 30 days after filing its petition for relief, the State shall notify all of its known creditors of its intention to negotiate a Plan under this Law.
- (2) The Supervisory Authority shall prepare and maintain a current list of creditors of the State and verify claims for purposes of supervising voting under this Law.

Chapter III: Voting on a Debt Restructuring Plan

Article 5: Submission of Plan

- (1) The State may submit a Plan to its creditors at any time, and may submit alternative Plans from time to time.
- (2) No other person or entity may submit a Plan.

Article 6: Contents of Plan

A Plan shall

- (1) designate classes of claims in accordance with Article 7(3);
- (2) specify the proposed treatment of each class of claims;
- (3) provide the same treatment for each claim of a particular class, unless the holder of a claim agrees to a less favorable treatment;
- (4) disclose any claims not included in the Plan's classes of claims;
- (5) provide adequate means for the Plan's implementation including, with respect to any claims, curing or waiving any defaults or changing the maturity dates, principal amount, interest rate, or other terms or cancelling or modifying any liens or encumbrances; and
- (6) certify that, if the Plan becomes effective and binding on the State and its creditors under Article 7(1), the State's debt will become sustainable.

Article 7: Voting on the Plan

- (1) A Plan shall become effective and binding on the State and its creditors when it has been submitted by the State and agreed to by each class of such creditors' claims designated in the Plan under Article 6(1). Thereupon, the State shall be discharged from all claims included in those classes of claims, except as provided in the Plan.
- (2) A class of claims has agreed to a Plan if creditors holding at least [two-thirds] in amount and more than [one-half] in number of the claims of such class [voting on such Plan] [entitled to vote on such Plan] agree to the Plan.
- (3) Each class of claims shall consist of claims against the State that are *pari passu* in priority, provided that (a) *pari passu* claims need not all be included in the same class, (b) claims of governmental or multi-governmental entities each shall be classed separately, 4 The Plan can be more easily approved if this alternative is selected, but reliable notice to creditors then becomes more important. A Model-law Approach to Restructuring Unsustainable Sovereign Debt 7 and (c) claims that are governed by this Law or the law of another jurisdiction that is substantially in the form of this Law shall not be classed with other claims.

Chapter IV: Financing the Restructuring

Article 8: Terms of Lending

- (1) Subject to Article 8(3), the State shall have the right to borrow money on such terms and conditions as it deems appropriate.

(2) The State shall notify all of its known creditors of its intention to borrow under Article 8(1), the terms and conditions of the borrowing, and the proposed use of the loan proceeds. Such notice shall also direct those creditors to respond to the Supervisory Authority within 30 days as to whether they approve or disapprove of such loan.

(3) Any such loan must be approved by creditors holding at least two-thirds in amount of the claims of creditors responding to the Supervisory Authority within that 30-day period.

(4) In order for the priority of repayment (and corresponding subordination) under Article 9 to be effective, any such loan must additionally be approved by creditors holding at least two-thirds in principal amount of the “covered” claims of creditors responding to the Supervisory Authority within that 30- day period. Claims shall be deemed to be “covered” if they are governed by this Law or by the law of another jurisdiction that is substantially in the form of this Law.

Article 9: Priority of Repayment

(1) The State shall repay loans approved under Article 8 prior to paying any other claims.

(2) The claims of creditors of the State are subordinated to the extent needed to effectuate the priority payment under this Article 9. Such claims are not subordinated for any other purpose. (3) The priority of repayment (and corresponding subordination) under this Article 9 is expressly subject to the approval by creditors under Article 8(4).

Chapter V: Adjudication of Disputes

Article 10: Arbitration

(1) All disputes arising under this Law shall be resolved by binding arbitration before a panel of three arbitrators.

(2) The arbitration shall be governed by [generally accepted international arbitration rules of (name of neutral international arbitration body)] [the rules of the International Centre for Settlement of Investment Disputes/ International Centre for Dispute Resolution/ International Chamber of Commerce International Court of Arbitration/ specify other international arbitration organization].

(3) Notwithstanding Article 10(2), if all the parties to an arbitration contractually agree that such arbitration shall be governed by other rules, it shall be so governed. Such agreement may be made before or after the dispute arises.

(4) The State shall pay all costs, fees, and expenses of the arbitrations.

Chapter VI: Opt In

Article 11: Opting in to this Law

(1) Any creditors of the State whose claims are not otherwise governed by this Law may contractually opt in to this Law’s terms, conditions, and provisions.

(2) The terms, conditions, and provisions of this Law shall apply to the debtor-creditor relationship between the State and creditors opting in under Article 11(1) as if such relationship were governed by the law of [this jurisdiction] under Article 3(3).