

Tipo de documento: Tesis de maestría

Maestría en Derecho y Economía

Reestructuración de deuda soberana y holdouts: legislando las cláusulas de acción colectiva mejoradas

Autoría: Capúa, Juan Ignacio

Año de defensa de la tesis: 2022

¿Cómo citar este trabajo?

Capúa, J. (2022) "Reestructuración de deuda soberana y holdouts: legislando las cláusulas de acción colectiva mejoradas". [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12362>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 4.0 Argentina (CC BY-NC-SA 4.0 AR)
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

ESCUELA DE DERECHO

MAESTRÍA EN DERECHO Y ECONOMÍA

**REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA SOBERANA Y HOLDOUTS:
LEGISLANDO LAS CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA
MEJORADAS**

JUAN IGNACIO CAPUA

LEGAJO: 18F2489

TUTOR: MARTÍN HEVIA

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 2022.

Dedicatoria

A mi sobrino Felipe.

Agradecimientos

A mi tutor de tesis, Dr. Martín Hevia, por la predisposición y el conocimiento brindado de valor inestimable.

A mi familia y amigos por el apoyo incondicional.

Resumen

La principal problemática que en la actualidad impide a los Estados lograr reestructuraciones ordenadas y previsibles es el problema de la acción colectiva: frente a la insolvencia o *default* del Estado y la consecuente necesidad de reestructurar sus pasivos, no hay un procedimiento regulado que coordine las relaciones entre el Estado deudor y todos sus acreedores. Dado el estado del arte en el que no hay consenso en relación a una regulación internacional sobre el régimen de insolvencia de los Estados que despeje la incertidumbre resultante, en esta investigación se analiza la eficacia de las devenidas cláusulas de acción colectiva mejoradas vertidas en los prospectos de emisión de bonos de deuda soberana. Ello, en base a la evidencia antes y después de su utilización como herramienta para cursar con éxito un proceso de reestructuración de deuda soberana, los desafíos resultantes y la conveniencia de regular por legislación su incorporación en las próximas emisiones de títulos públicos de Argentina desde la perspectiva del Análisis Económico del Derecho.

Índice

1. Investigación	6
2. Introducción	10
2.1. Contexto histórico	10
2.2 Enfoques regulatorios.....	14
2.2.1 Enfoque estatutario.....	15
2.2.2 Enfoque contractual.....	16
3. Cláusulas de acción colectiva (CACs).....	19
3.1 Cláusulas de acción colectiva de primera generación	21
3.2 Cláusulas de acción colectiva de segunda generación	21
3.3 Cláusulas de acción colectiva de tercera generación estándar o mejoradas	24
4. Perspectiva desde el análisis económico del derecho	27
4.1. El racional económico, <i>holdouts</i> y <i>free riders</i>	31
4.2. Análisis desde la teoría de juegos	34
4.2.1. Dilema del prisionero	34
4.2.2. Otras consideraciones.....	36
4.3. Análisis desde el teorema de Coase	37
5. Evidencia de utilización de CACs mejoradas y desafíos	41
5.1. Reestructuración de la deuda soberana en Argentina y Ecuador	41
5.2. Desafíos.....	44
6. Consideraciones finales.....	49
7. Bibliografía	53

1. Investigación

En este trabajo se desarrolla la investigación de la reestructuración de deuda soberana y los *holdouts*¹ en vista de una posible legislación inédita en la República Argentina. Durante el mismo se describen los enfoques de tratamiento alternativo que se han considerado hasta el momento y como han evolucionado a lo largo del tiempo, haciendo especial hincapié en las cláusulas de acción colectiva (*Collective Action Clauses*²). Asimismo, se pormenoriza el análisis económico del derecho subyacente a la problemática para entender su importancia y la necesidad de buscar soluciones. A su vez, se recogen las aristas que revelaron las evidencias empíricas de utilización de las CACs mejoradas³ para observarlas en acción y no como meras teorías de éxito y de esta forma concluir arribando a las consideraciones finales.

Las recientes reestructuraciones de deuda exitosas de Ecuador y del Estado argentino en el año 2020 en las que los bonos que entraron en la negociación incluían diferentes CACs dejan en evidencia su eficacia, una vez activadas, como medios idóneos para cursar con éxito estos procesos. Resultando a su vez, en un muy significativo acortamiento de los plazos para lograr un acuerdo respecto al promedio general de tiempo necesario para alcanzar la redefinición de los pasivos de los Estados (contribuyendo a la eficiencia en el uso de los recursos en atención al concepto financiero del valor tiempo del dinero⁴). El logro de las reestructuraciones se llevó a cabo en el contexto de la pandemia Covid-19 con los riesgos sistémicos que ello implica, se consiguió aumentar la participación de acreedores y se resalta

¹En finanzas, se llama *holdouts*, más conocidos como fondos buitres, a fondos de capital de riesgo que compran deuda de economías en problemas, para posteriormente presionar y cobrar la totalidad del valor de esa deuda, además de los intereses, sin atender a reestructuraciones o quitas. En otras palabras, mediante la especulación financiera, los fondos buitres compran títulos de deuda de los países en una situación económica difícil, a precio muy bajo, para luego litigar e intentar cobrar la totalidad del valor de esos bonos.

² Las traducciones me pertenecen. En adelante, CACs. La cláusula de acción colectiva permite a una mayoría de bonistas acordar una reestructuración de la deuda que es jurídicamente vinculante para todos los tenedores de bonos, incluyendo a los que votan en contra de la reestructuración. Se detalla en la sección 3.

³ Modelo de CACs redactada por la *International Capital Market Association* (ICMA).

⁴ Es el concepto de que el dinero que tienes hoy vale más de lo que valdría la misma cantidad si lo recibieras en el futuro debido a las ganancias que puedes obtener durante el periodo intermedio.

la ausencia de *holdouts* y litigios ex post con la evidente disminución de costos de transacción⁵ que tal situación amerita.

La carencia de una regulación financiera internacional en materia de insolvencia de los Estados, debido a lo ambicioso y dificultoso de lograr un acuerdo global que regle los procesos de reestructuración de deuda soberana por problemas de coordinación y conciliación de intereses, hace que no se despeje la incertidumbre emergente. A su vez, genera que las fuentes del derecho sean tan variadas como por ejemplo la Resolución del Consejo de Seguridad de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) No. 1483 del 22 de mayo de 2003 que alentó una pronta reestructuración de la deuda de Irak e inmunizó todas las ventas de petróleo iraquí, así como los ingresos en efectivo de la venta de ese petróleo, de "cualquier forma de embargo, embargo o ejecución"⁶.

Así es como, en la zona euro, a raíz de la problemática de reestructuración de deuda soberana de Grecia y propiciado por el Tratado del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEE), desde el 2013 se reguló la incorporación obligatoria de CACs normalizadas de 2 niveles para las futuras emisiones gubernamentales de los miembros de la Unión Monetaria Europea. Los ministros de finanzas de la eurozona acordaron actualizar dicho requerimiento a CACs mejoradas desde el 2022 (Orden ECC/1/2013, de 2 de enero, por la que se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva normalizadas).

A su vez, las Naciones Unidas, por medio de la Resolución N° A/RES/69/319, aprobada el 10 de setiembre de 2015 por la Asamblea General, delineó Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana, instando en el noveno a utilizar las CACs. Textualmente:

“9. 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

⁵ Los costos de transacción se definen como a aquellos en que se incurre por llevar a cabo el intercambio de un bien o servicio y por vigilar el cumplimiento de lo convenido.

⁶ IMF, O. (2020). The international architecture for resolving sovereign debt involving private-sector creditors—recent developments, challenges, and reform options.

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*⁷.

Asimismo, los países entretanto tienen que lidiar con la realidad fáctica, lo que ha llevado a algunos países a legislar nacionalmente “contra los fondos buitres”⁸ como complemento de las cláusulas contractuales, aunque aún no se han dado casos de aplicación. El Reino Unido se centró en limitar las reclamaciones contra países que se beneficiaron del alivio de la deuda en el marco de la iniciativa HIPC (los países pobres altamente endeudados, en inglés: *Heavily Indebted Poor Countries*⁹); evita que los acreedores demanden en los tribunales del Reino Unido para hacer cumplir el pago de la deuda soberana de los deudores HIPC en condiciones más favorables que las acordadas en virtud de la iniciativa. Por su parte, Francia, enfoca su ley en las deudas adquiridas después de su entrada en vigor la iniciativa HIPC y prohíbe la autorización judicial para la incautación de activos de ciertos beneficiarios de la asistencia oficial para el desarrollo en determinadas condiciones tras un anuncio de incumplimiento o reestructuración. A su vez, Bélgica legisló en forma más amplia, se aplica a la deuda de cualquier soberano y, en cambio, se centra en restringir la ejecución por parte de los compradores del mercado secundario¹⁰, esta ley limita en ciertas circunstancias, incluso cuando un acreedor se niega a participar en un proceso de reestructuración de la deuda, la capacidad de un acreedor para solicitar a un tribunal belga la ejecución de una reclamación que el juez determina que es claramente desproporcionada al precio por el que

⁷ El resaltado me pertenece.

⁸ IMF, O. (2020). The international architecture for resolving sovereign debt involving private-sector creditors—recent developments, challenges, and reform options.

⁹La iniciativa HIPC fue lanzada por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional a instancias del G8. Proporciona condonación de deuda y créditos a bajo interés para cancelar los intereses de la deuda o reducirlos a niveles sostenibles, lo que significa que las deudas puedan pagarse completamente en un horizonte temporal asumible. Para entrar en esta iniciativa los países debían encontrarse en una situación de deuda insostenible que no pudiera gestionarse por medios tradicionales. La ayuda también estaba condicionada a que los gobiernos de esos países cumplieran un conjunto de objetivos económicos, y a que adoptaran reformas económicas y sociales.

¹⁰ El mercado secundario o mercado de negociación es una parte del mercado financiero de capitales dedicado a la compraventa de valores que ya han sido emitidos en una primera oferta pública o privada, en el denominado mercado primario.

se compró la deuda en el mercado secundario. También cabe destacar que, el Parlamento Europeo, pidió a los estados miembros que adoptaran "un reglamento basado en la ley belga sobre la lucha contra la especulación con la deuda de los fondos buitres" y desde entonces la Comisión Europea ha encargado un estudio sobre si recomendar dicha legislación y cuál es la mejor forma de hacerlo para adaptarlo.

Lo cierto, es que estas incipientes configuraciones geopolíticas en busca de la sostenibilidad de la deuda pública, lejos de estandarizar u homogenizar la regulación existente, podrían derivar en incentivos para que los gobiernos inclinen su preferencia al momento de seleccionar entre algunas de las distintas leyes de cada jurisdicción por las que se rijan sus emisiones en una especie o símil de "votar con los pies"¹¹. Lo cual se representaría con la elección del derecho jurisdiccional por la que se van a ceñir las emisiones del soberano, como así también, por el desplazamiento de los recursos económicos por parte de los inversores que buscan seguridad jurídica para sus inversiones, situaciones que pueden verse reflejadas en las valoraciones del mercado financiero.

En este orden de ideas, y a las luces de las recurrentes crisis de deuda y de restricción externa de la Argentina que ejercen tensiones periódicas sobre sus reservas internacionales, y a sabiendas de la transición evolutiva que se está experimentando a través de la inclusión de las CACs mientras el stock de deuda va madurando y las mismas empiezan a entrar en acción, se postula emular la regulación contractual de la zona euro contemplando la actualización pertinente en consonancia con la recomendación de las Naciones Unidas. Establecer dentro de la normativa de la deuda pública que de mínima se garantice la incorporación de CACs mejoradas en las próximas emisiones configurando un marco regulatorio contractual, como fuera la ley de alquileres o la ley de contrato de trabajo, asegurando un procedimiento para reestructurar las condiciones de pago por mayoría en caso de insolvencia. Incluso podría incorporarse como una modificación a la ley de Administración Financiera o a la recientemente promulgada ley de Fortalecimiento de la Sostenibilidad de la Deuda Pública¹².

¹¹ Expresa la posibilidad que tienen los ciudadanos de manifestar sus preferencias sobre ingresos y gastos públicos, desplazándose a aquel territorio en el que las políticas públicas se aproximan más a sus preferencias.

¹² Ley 24.156 y 27.612 respectivamente.

El agregado normativo configuraría un híbrido retroalimentado de los enfoques de posible tratamiento planteados hasta la actualidad, que se desarrollan seguidamente en el presente trabajo, que disminuiría la incertidumbre y otorgaría previsibilidad frente a una situación actual que carece de regulación para las reestructuraciones de deuda soberana. Asimismo, conformaría una protección frente a la posibilidad de exclusión de CACs por parte de los gobernantes como herramienta de negociación para conseguir financiamiento público, con los peligros aparejados que eso conllevaría, y se aseguraría un procedimiento ex ante para el rediseño ordenado de los pasivos para el Estado que no requiera del consentimiento unánime de los acreedores que dificulte la resistencia estratégica de acreedores *holdouts*.

Esto, en rigor de que dicha cláusula, no sólo demuestra ser de interés propio del deudor, sino que beneficia y protege a los acreedores de buena fe que desean reestructurar sus créditos frente a aquellos que acceden a los bonos, desde cualquier parte del mundo, no como un medio para financiar al Estado a cambio de una amortización con un rendimiento estipulado desde la emisión primaria, sino como un modelo de negocio en el que incursionan oportunamente en obligaciones de un Estado en dificultades financieras en el mercado secundario. Esto, con vistas a ampararse en los resquicios de la regulación para obtener una rentabilidad muy superior, a pesar de que pueden obstaculizar una reestructuración de deuda de un Estado soberano que tiene compromisos simultáneos con los ciudadanos.

2. Introducción

2.1. Contexto histórico

La situación de un deudor frente a los acreedores en ocasión de deudas impagas ha ido evolucionando a lo largo de la historia. La cuestión muta, a su vez, dependiendo del sujeto de derecho que hubiere entrado en insolvencia.

En sus orígenes, el Derecho Romano concebía a la obligación como un verdadero vínculo personal. De allí que ante el incumplimiento, el acreedor tenía derechos que podía ejercer sobre el cuerpo mismo del deudor, pudiendo llevarlo a su casa y atarlo con cadenas por un plazo máximo de sesenta días, vencido el cual el acreedor debía llevarlo al Foro por tres días pregonando su deuda; si nadie se hacía cargo de ella, la persona del deudor quedaba a merced del acreedor, pudiendo venderlo como esclavo fuera de Roma (*trastiberim*), o darle muerte, y si hubieran sido varios los acreedores, distribuirse su cuerpo en proporción a sus respectivos créditos. Esto se conocía con el nombre de *legis actio per manus iniectio* y en principio requería una sentencia o confesión del deudor, aunque fueron también admitidas formas de *manus iniectio pro iudicato*, es decir créditos que por sí tenían fuerza ejecutiva, y de *manus iniectio pura* en los que ni siquiera mediaba una ficción de haber sentencia como en la *pro iudicato*¹³. La ley *Poetelia Papiria* (326 a. C.) mejoró la situación de los deudores prohibiendo que se les encadenara, vendiera o diera muerte, permitiéndose rescatar su libertad mediante el pago de la deuda con su trabajo (Rivera, 2003).

La regulación de la insolvencia para personas y sociedades fue madurando hasta depositarnos en el estado actual de las artes de los regímenes de concursos y quiebras. Los soberanos tienen ciudadanos, no accionistas. Ciudadanos que también financian a los estados por medio de los impuestos y por lo cual dentro de un proceso de restructuración de deuda pasan a ser acreedores informales configurándose un problema de agencia¹⁴ entre el pueblo y sus representantes.

A su vez, los países no pueden dejar de existir ni pueden ser liquidados. En esto estriba la dificultad y la razón por la cual al día de hoy no contamos en la arquitectura financiera internacional con un régimen de insolvencia para los estados soberanos.

En una reestructuración de deuda soberana nos encontramos frente a una situación en la que se ponen en juego diversos intereses económicos, sociales, políticos y legales que pueden ser catalogados como estratégicos, intereses que muchas veces son difíciles de

¹³ Rivera, J. C. (2003). *Instituciones de derecho concursal*. Rubinzal-Culzoni Editores.

¹⁴ En economía y ciencia política, el problema agente-principal hace referencia a aquellas situaciones en las que una entidad o persona, el “agente”, tiene la capacidad de afectar la situación de un tercero, “el principal”, a través de la toma de decisiones que conciernen a ambos. El problema se genera debido a la existencia de información asimétrica entre las partes.

conciliar. La ausencia de un régimen de insolvencia para las reestructuraciones de deuda soberana no significa que los acreedores privados y sus deudores soberanos han operado en un vacío legal, como lo demuestra la historia.

Antes de la Segunda Guerra Mundial, las partes privadas que otorgaban crédito a los soberanos no podían confiar en el derecho contractual para hacer cumplir sus reclamos en un tribunal extranjero. La doctrina de la "inmunidad soberana absoluta"¹⁵ protegió a los soberanos y sus propiedades de los litigios de acreedores privados en tribunales extranjeros¹⁶.

De acuerdo con el derecho internacional público, los Estados deben respetar ciertos principios básicos al tratar con la persona o las propiedades de los ciudadanos de una potencia extranjera. El mal manejo de los ciudadanos de una potencia extranjera o de sus propiedades puede violar el derecho internacional y permitir que la potencia extranjera, a su discreción, invocar la doctrina de la protección diplomática y buscar reparación por derecho propio.

La inexistencia de una ley nacional que otorgue a la persona privada el derecho de obligar al Estado a invocar protección diplomática, impedía hacer ejecutable un contrato frente a un tribunal extranjero. Ante un incumplimiento de pago de deuda soberana que implicaba una pérdida de reputación, de confianza y relaciones que se deseaban mantener entre los Estados se configuraba la posibilidad de la utilización de la protección diplomática, pero con potestad de plantearla reservada al gobierno.

Para que un Estado ejerza la protección diplomática, se deben cumplir varias condiciones, incluido el agotamiento de todos los canales internos de apelación en el país infractor por parte del ciudadano privado. Si un Estado llega a la conclusión de que existe una base para invocar la protección diplomática, puede hacer uso de toda la gama de recursos disponibles en virtud del derecho internacional público una vez que se activa la responsabilidad del estado. Hasta principios del siglo XX, si una potencia extranjera optaba por ejercer la protección diplomática en respuesta al incumplimiento de sus deudas por parte de un deudor soberano, se podía utilizar la fuerza. En otras palabras, la "diplomacia de las

¹⁵ Imposibilidad de que un Estado pueda ser demandado ante los tribunales de otro Estado.

¹⁶ De la Cruz, A. (2005). Sovereign debt restructurings. Cross-border Debt Restructurings: Innovative Approaches for Creditors, Corporates and Sovereigns. London: Euromoney.

cañoneras¹⁷ abrió el camino a la reestructuración de la deuda soberana. Situación que se representaba en un mundo mucho menos globalizado con mercados de capitales no tan desarrollados en el que los acreedores podían coincidir en un país individual o unos pocos para ejercer tal opción, impensado en una actualidad en la que los inversores se encuentran diseminados por todo el orbe.

Con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial el escenario pasó a una teoría restrictiva de la inmunidad soberana que no incluía las transacciones comerciales entre las que se incluyen las obligaciones financieras. En el marco de los acuerdos de Bretton Woods aparece en escena la Organización de las Naciones Unidas (ONU) y se crea el Fondo Monetario Internacional (FMI) como participante estratégico en las políticas económicas y financieras multilaterales.

Sería en el contexto del Plan Brady en el que se iniciaría la era de los *holdouts*¹⁸. El plan implicaba la sustitución de préstamos sindicados¹⁹ por bonos regidos por la ley de Nueva York, estos bonos se emitían típicamente bajo acuerdos de agencias fiscales e incluían un requisito de consentimiento unánime para la enmienda de los términos de pago.

El Plan Brady significó la reestructuración de deuda de países emergentes a fines de la década del 80 con el apoyo del FMI y el Banco Mundial en el que se reemplazaron deudas bancarias comerciales por títulos públicos o bonos Brady²⁰ de menor valor actual. El tesoro americano aceptó poner fondos en forma de garantía y en contraprestación se exigió a los deudores seguir pautas del Consenso de Washington. Este hecho representó en finanzas un hito en cuanto al cambio de las formas de financiamiento de los Estados y en el desarrollo de los mercados de capitales. Dado que, al generarse estos instrumentos, bonos, se permite ponerles precio a los activos de cada país, tener una noción del riesgo y universalizar su comercialización.

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ Bajo la estructura del crédito sindicado dos o más bancos acuerdan otorgar varios créditos al deudor basado en unas condiciones comunes e instrumentalizadas en un único acuerdo contractual que vincula a todas las partes interesadas.

²⁰ Krueger, A. O. (2002). *A new approach to sovereign debt restructuring*. International Monetary Fund.

Además de obtener alivio de la deuda, los deudores soberanos que se suscribieron a un intercambio Brady esperaban obtener acceso a los mercados de capitales rápidamente. El entusiasmo se vio algo amortiguado por la aparición de un pequeño grupo de acreedores inconformistas. Al reducir el umbral de acreedores participantes necesarios para cerrar un trato del 100% a una "masa crítica" (normalmente en el rango del 95%), los deudores soberanos y sus acreedores aceptaron la posibilidad de que una pequeña fracción de la deuda afectada no participara en la transacción. Algunos jugadores de deuda en dificultades vieron la oportunidad de maximizar los rendimientos comprando los préstamos en mora, manteniéndose fuera del intercambio de Brady²¹ y jugar la carta judicial que terminaría forzando un acuerdo beneficioso para los mismos.

La constelación de circunstancias creadas después de las reestructuraciones de Brady pareció mejorar la influencia de los acreedores inconformistas y su capacidad para evitar reestructuraciones ordenadas cuando fueran necesarias. La comunidad financiera internacional se lanzó a un debate sobre la formulación de políticas, o la implementación de disposiciones contractuales, que limitarían el poder disruptivo de los acreedores inconformistas, teniendo en cuenta la necesidad de facilitar, desde un punto de vista sistémico, procesos de reestructuración de deudas soberanas ordenadas (De la Cruz, 2005).

2.2 Enfoques regulatorios

En este apartado se describen las alternativas de tratamiento que han surgido en la comunidad financiera internacional para el rediseño de los pasivos de los Estados con sus acreedores. Para de manera de tener un panorama más acabado sobre la propuesta regulatoria.

²¹ Rieznik, P. (1996). La deuda eterna: el "Plan Brady" o la pequeña historia de una gran entrega. *Razón y Revolución*, (2).

2.2.1 Enfoque estatutario

Por una parte, tenemos el enfoque estatutario, según el cual se deberían adoptar normas a nivel internacional que permitan a un soberano y a una mayoría calificada (pero no a todos) de sus acreedores llegar a un acuerdo, que sería vinculante para todos los titulares no consentidos de los créditos afectados. La iniciativa fue promovida por el FMI, pero finalmente no logró obtener el apoyo de la comunidad internacional, ni de los principales países acreedores, ni de los deudores ni de sus acreedores privados²².

El enfoque está basado en una analogía de las leyes de concursos y quiebras nacionales para los sujetos de derecho privado, con la ambición de abarcar y unificar las reestructuraciones de deuda de todos los Estados en un marco global. Propone dentro de la instrumentación del procedimiento resolver las controversias por arbitraje, permitir un período de gracia mientras duren las negociaciones, la suspensión de los juicios como así también instaurar mayorías de aprobación requeridas para hacer oponible un acuerdo a todos los acreedores en vez de reunir la unanimidad de los mismos. Esto último es algo por lo que podríamos decir que este enfoque ha nutrido al enfoque contractual basado fundamentalmente en cláusulas de acción colectiva.

A fin de cuentas, porqué el intento de establecer un procedimiento global que fuera instrumentado por el FMI a principios del corriente siglo no tuvo el visto bueno de la comunidad internacional puede deberse a distintas causas, una de ellas es que Estados Unidos tiene el voto decisivo en las enmiendas de su Convenio Constitutivo del FMI ya que representa el 16,75 % de los derechos de votos de los miembros²³ y no fue posible sin su apoyo que se mostró a favor de la solución contractual y esto puede que haya sido por la oposición del sector financiero privado, a lo poco amigable de mecanismo o falta de apoyo

²² De la Cruz, A. (2005). *Sovereign debt restructurings. Cross-border Debt Restructurings: Innovative Approaches for Creditors, Corporates and Sovereigns*. London: Euromoney.

²³ Olivares-Caminal, R., Douglas, J., Guynn, R., Kornberg, A., Paterson, S., Singh, D., & Stonefrost, H. (2011). *Debt restructuring*. Oxford University Press.

de la administración. A su vez, los países emergentes que esperaban usufructuar el mecanismo mostraron preocupación ante un posible impacto en el costo del financiamiento por utilizarlo.

Las dificultades para lograr un consenso internacional al respecto hacen que este enfoque tenga costos de coordinación política considerables, a su vez, la aplicación retroactiva de la norma resultaría difícil y controversial. La imposibilidad o la facilidad con la que un soberano pueda acceder al mecanismo puede dar lugar a un *default* oportunista, lo que en un mundo de información asimétrica representaría un riesgo moral²⁴ donde podría plantearse la falta de ecuanimidad, por ejemplo, del organismo multilateral.

Igualmente, como se menciona *ut supra*, la Organización de las Naciones Unidas (ONU) en 2015 emanó una resolución con los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de Deuda Soberana en la que fomenta la adopción de cláusulas de acción colectiva como el noveno principio entre los siguientes ocho restantes: el derecho a iniciar una reestructuración de deuda, los principios de buena fe, transparencia, imparcialidad, legitimidad, sostenibilidad, tratamiento equitativo de los acreedores e inmunidad soberana.

2.2.2 Enfoque contractual

Por otro lado, contamos con el enfoque contractual que se basa significativamente en reemplazar la disposición de consentimiento unánime incluida en los bonos soberanos con respecto a las condiciones de pago por una que condiciona la validez y efectividad de tales enmiendas a obtener el apoyo de una mayoría calificada de los tenedores de los bonos por medio de las cláusulas de acción colectiva (CACs). Si bien esta ha sido la práctica estándar

²⁴ En economía, se dice que estamos ante un problema de riesgo moral (*moral hazard*) cuando en un mercado con información asimétrica, un agente realiza acciones que el otro no puede controlar e influyen en la probabilidad de que tenga lugar un acontecimiento.

bajo la documentación de bonos regida por el derecho inglés, había precedentes limitados bajo el derecho de Nueva York²⁵.

Como señalan Buchheit y Gulati con posterioridad a entrada en vigencia en 1934 de la ley inmediatamente anterior al *Chapter 11* (Código de Bancarrota de EEUU), el Congreso norteamericano decidió en 1939 prohibir por completo el uso de las cláusulas de acción colectiva en los bonos corporativos emitidos en ofertas públicas en los EEUU. En el supuesto de que fuese necesaria una reestructuración de tales bonos, el Congreso pretendía que el proceso fuese llevado a cabo ante un juez competente en materia de quiebra. Esta situación se mantuvo sin cambios durante los siguientes 60 años. Varias generaciones de abogados norteamericanos ejercieron con la vaga noción de que las cláusulas de acción colectiva eran contrarias a la política pública de EEUU ya que el Congreso había prohibido su incorporación en los bonos corporativos emitidos en el país. Esta noción errada no fue corregida sino hasta el año 2002 cuando, como consecuencia del incumplimiento de los bonos argentinos en diciembre de 2001, el Departamento de Tesoro norteamericano desenterró la idea de utilizar las CACs como mecanismo fundamental para minimizar el riesgo que representan los acreedores *holdouts* quienes podrían demorar o desviar los procesos de reestructuración de bonos²⁶. La razón por la cual la prohibición del Congreso del uso de las CACs en los bonos corporativos no se hizo extensiva a los bonos soberanos se debe simplemente al hecho de que los países soberanos no están sujetos al Código de Bancarrota de EEUU, ni a cualquier otro régimen de insolvencia.

Esta situación de la no distinción entre bonos corporativos y bonos soberanos en cuanto al requisito de unanimidad y no inclusión de CACs para las reestructuraciones, aunque se manifiesta que hasta podría haber sido un problema del trasladar textualmente el modelo de un prospecto de emisión corporativo al soberano, obedece a que las cláusulas de acción colectiva no estaban planteadas para el sector privado porque para eso, llegado el caso, está la ley doméstica de concursos y quiebras. También hay que tener en cuenta que estas cláusulas en los soberanos son herramientas a utilizar por Estados en dificultades financieras

²⁵ De la Cruz, A. (2005). *Sovereign debt restructurings. Cross-border Debt Restructurings: Innovative Approaches for Creditors, Corporates and Sovereigns*. London: Euromoney.

²⁶ Buchheit, L. C., & Gulati, M. (2020). The Argentine collective action clause controversy. *Capital Markets Law Journal*.

para afrontar los pagos del servicio de deuda y en los mercados financieros se estipulan a los títulos públicos emitidos por Estados Unidos como “libres de riesgo”²⁷ ya que frente a una situación de *default* podría emitir su propia moneda, lo que significaría una licuación de los activos o una devaluación de la moneda, como fue en el abandono del patrón oro en el sistema financiero internacional, pero no representa una cesación de pagos o *default* técnico.

El mercado ha respaldado en gran medida el uso de estas cláusulas como una alternativa preferida al enfoque estatutario. El mismo FMI como organismo multilateral clave en el sistema financiero internacional pasó de fomentar el enfoque estatutario con el diseño de su propio Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (MRDS) que no prosperó a impulsar el enfoque contractual basado en CACs en la actualidad.

James Haley, en naturaleza conjetural, señala que el debate entre el enfoque contractual y el estatutario es una falsa dicotomía. En teoría, deberíamos ser indiferentes con respecto a los enfoques si derivaran en el mismo resultado, improbable en un mundo de información imperfecta con asimetrías de la misma y con existencia de considerables costos de transacción. Los enfoques contractuales serán necesariamente incompletos y los beneficios de las innovaciones, como la disminución de las pérdidas irrecuperables, probablemente se erosiones con el tiempo y por otro lado el diseño de las "instituciones", ya sean las disposiciones de quiebra incorporadas en un tratado formal o las respuestas de las instituciones financieras internacionales existentes, influirá en el resultado de las reestructuraciones de la deuda soberana²⁸.

Así las cosas, el enfoque contractual y los esfuerzos por integrar elementos clave de la quiebra nacional en el marco de la reestructuración de la deuda soberana no son mutuamente excluyentes; de hecho, se complementan entre sí. Esto se observa a nivel nacional, donde se negocia y se completan las reestructuraciones voluntarias de la deuda "a la sombra de los tribunales", porque los acreedores y los prestatarios conocen las consecuencias del incumplimiento. La amenaza de una solución involuntaria "a través del tribunal" crea un incentivo para hacer el trato en privado, mientras que las normas legales

²⁷ En finanzas, se toma como base la tasa de interés de los bonos de economías desarrolladas como la de Estados Unidos o de Alemania para calcular la prima de riesgo que corresponde a las emisiones de otros países según sus valoraciones en el mercado financiero, conocido como riesgo país.

²⁸ Haley, J. A. (2014). Sovereign Debt Restructuring: Old Debates, New Challenges.

desarrolladas reducen la incertidumbre asociada a los resultados potenciales y guían los acuerdos voluntarios y es en lo que se basa esta investigación.

3. Cláusulas de acción colectiva (CACs)

Se focaliza en esta sección sobre las Cláusulas de Acción Colectiva (CACs), su origen, su evolución, utilización, encontrándonos que, si bien su uso se ha masificado, aún hay emisiones sin ellas y emisiones con distintos tipos de las mismas. Por lo cual no hay una homogenización y las estrategias de acreedores díscolos con espalda financiera para sostener una batalla judicial extendida en el tiempo siguen encontrando resquicios legales en los cuales ampararse.

Sería bajo la legislación inglesa en el año 1879 que se introducirían por primera vez en bonos corporativos las cláusulas de acción colectiva. El letrado inglés que se adjudicó la autoría de esta cláusula fue Francis Beaufort Palmer²⁹, quien expresó:

“El propósito de conferirle este poder a la mayoría es precisamente protegerla frente a una conducta poco razonable de una minoría y prevenir que se llegue a un punto muerto o bloqueo cuando no se logre unanimidad. Por tanto, a menos que se le permita a la mayoría decidir lo que se debe hacer en circunstancias especiales (en nombre de toda la entidad), se colocaría a la minoría en una posición en la cual podría decidir sobre la mayoría. De esta forma, la totalidad de la mayoría, independientemente de cuántos sean los que la constituyen, podría estar en riesgo a causa de la estupidez, el fraude o la codicia de una minoría insignificante...”³⁰.

²⁹ Buchheit, L. C., & Gulati, M. (2020). The Argentine collective action clause controversy. *Capital Markets Law Journal*.

³⁰ Francis B. Palmer, COMPANY PRECEDENTS Pat 1 (Precedentes corporativos Parte 1) (6ta edición 1895).

Las CACs permiten establecer ex ante cómo proceder en caso de crisis: prevén la reestructuración obligatoria de la deuda si se obtiene la aprobación de una súper mayoría de bonistas. Esta cláusula, por lo tanto, limita la capacidad de los bonistas disidentes de amenazar con litigios que tengan potencial impacto en la reestructuración acordada entre el soberano y el resto de los acreedores, por una sencilla razón: estarán obligados a cumplir con la decisión de la mayoría de reestructurar la deuda (*cramdown*)³¹.

La extensión en el tiempo requerida para la reestructuración de deuda derivada del *default* del 2001 de Argentina y su dificultosa resolución puede considerarse un *leading case* que propulsó las preocupaciones y acciones de la comunidad financiera internacional. La anomia respecto a un procedimiento que posibilite la modificación de las condiciones de pago en circunstancias distintas al requerimiento del consentimiento unánime en los prospectos de emisión de los bonos, derivó en que los *holdouts*, con su estrategia de espera estratégica y apalancamiento jurídico y financiero, terminaron siendo más beneficiados que la gran mayoría de acreedores que habían aceptado la oferta con anterioridad (mayoría que hubiera sido suficiente para imponer su voluntad a la minoría reticente en los términos actuales de las CACs).

El conflicto comenzó a destrabarse con el vencimiento de la cláusula *Rights Upon Future Offers* (RUFO), operado en el 2015, que daba a los bonistas que resignaron parte de la deuda incumplida por la Argentina y entraron en el canje (*holdin*) un derecho a que su bono sea equiparado a cualquier otra mejor oferta que el emisor de los bonos *defaulteados* hiciera a los que no entraron (*holdouts*) en un plazo determinado. Ello, en conjunto con la derogación de las leyes cerrojo y de pago soberano que surgieron como respuesta en medio de pleitos adversos en la jurisdicción cedida, bregando de remedios temporales, y no como una solución de fondo que a su vez dificultaba el acceso al financiamiento.

De modo que las disposiciones contractuales, por su parte y en general, han evolucionado desde el requerimiento de la conformidad unánime de los acreedores para

³¹ Ranieri, A. M. (2015). Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada. *Pensar en derecho*, 4(6), 245-304.

procesar una modificación, hasta la inclusión de cláusulas de acción colectiva (CACs). Éstas mismas, a su vez, hacia su versión de “mejoradas” como se distingue seguidamente.

3.1 Cláusulas de acción colectiva de primera generación

En principio se requería una mayoría calificada para modificar las condiciones de pago dentro de cada serie (siendo México en el 2003 el primer país en incluir CACs en sus bonos emitidos con legislación de Nueva York). Estas CACs de primera generación generalmente permiten que una mayoría absoluta de tenedores de bonos, votando en una reunión de tenedores (bien sea en persona o a través de un apoderado), aprueben modificaciones a los términos del instrumento.

Si el umbral de votos requerido (típicamente el 75% del monto de capital adeudado) se alcanza, la modificación será vinculante para todos los tenedores, incluso para aquellos que no participaron en la reunión o que votaron en contra de la resolución³². Los votos se contabilizaban teniendo en cuenta a cada serie individualmente. No se contemplaban cláusulas de agregación que permitiesen la modificación de dos o más series de bonos conjuntamente.

3.2 Cláusulas de acción colectiva de segunda generación

³² Buchheit, L. C., & Gulati, M. (2020). The Argentine collective action clause controversy. *Capital Markets Law Journal*.

Luego se comenzarían con las cláusulas que agregan una función de agregación o de agrupamiento de distintas series, con la configuración de una doble mayoría asimilable pero no igual a la requerida por la ley de concurso y quiebras nacional. La debilidad en la primera generación de CACs, reside en que tales cláusulas solo operan individualmente bono por bono. Si la cláusula exige el voto afirmativo de los tenedores que representen el 75% del monto de capital adeudado del bono, un acreedor *holdout* cualquiera que decida no participar, o un grupo de acreedores que adquiera el 25% de la emisión, podría bloquear el uso de la cláusula para esa serie.

Sin embargo, esta debilidad podría ser subsanada si la cláusula permitiese la agregación de votos de múltiples series de bonos del mismo soberano. Sería más difícil y más costoso para el acreedor *holdout* adquirir una posición mediante la cual pudiese bloquear el universo entero de los bonos soberanos que en una serie única.

Uruguay incursionó en mayo de 2003 en reestructurar su deuda en bonos incluyendo la primera cláusula de acción colectiva que permitía la “agregación”. En esta segunda generación de CACs, los tenedores de las diferentes series de bonos uruguayos podían votar conjuntamente como una clase única³³.

Empero, como señalan Buchheit y Gulati, Uruguay enfrentó un reto obvio en la redacción de la primera CAC permitiendo la agregación que se acuñó cómo el problema de confabulación. ¿Cómo evitar que ciertos tenedores de algunas series de bonos utilicen su poder de voto combinado en el *pool* agregado para forzar una transacción desventajosa para una o más de las otras series? Por ejemplo, supongamos un escenario donde hay diez series de bonos, cada una vinculada mediante una cláusula de acción colectiva agregada. El emisor propone una reestructuración de las series 1 hasta la 9 ofreciendo unos términos muy generosos, y simultáneamente obliga a la serie 10, y únicamente a la serie 10, a condonar 90% del capital de los bonos de esa serie. En este ejemplo, la mayoría podría “confabular” en contra de la minoría precisamente a través de su votación mayoritaria.

La solución uruguaya al problema de la “confabulación” fue una cláusula de acción colectiva requiriendo dos niveles de votación concurrentes, a veces denominada cláusula de

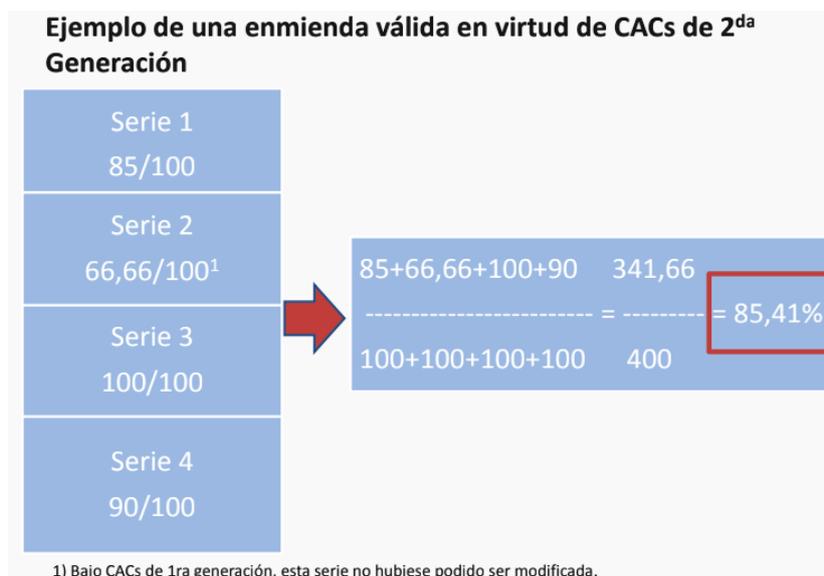
³³ *Ibidem*.

acción colectiva con “dos extremidades” o con “dos patas”. De esta forma, la cláusula uruguaya requería el voto afirmativo de los tenedores representativos del 85% del monto de capital adeudado de *todas* las series de los bonos afectados concurrentemente con el voto del 66,66% de *cada una* de las series de bonos afectados.

La premisa sobre la que se basó esta solución fue que la necesidad de obtener la ratificación, serie por serie, impediría que la mayoría de los tenedores pudiesen poner en desventaja a la minoría. No obstante, esta solución no fue óptima. Si bien el umbral de votación “serie-por-serie” podría servir para evitar la confabulación, esto solo perpetuaría la debilidad que había sido identificada en las CACs en las cuales los votos se contabilizan individualmente bono por bono³⁴.

En las CACs de primera generación el *holdout* tenía que adquirir el 25% de la emisión para asegurarse una posición que le permitiese bloquear. Con las CACs de Uruguay, ese umbral que le permitiría bloquear se elevó a un 34%. Esto sin duda fue una mejoría, pero no una gran mejoría (Buchheit & Gulati, 2020).

Un ejemplo presentado por Andrés De la Cruz del avance de las cláusulas de acción colectiva de segunda generación con respecto a las de primera se visualiza en el siguiente esquema:



³⁴ *Ibidem*.

3.3 Cláusulas de acción colectiva de tercera generación estándar o mejoradas

La masiva reestructuración de la deuda griega en el 2012 evidenció gráficamente las debilidades de las CACs que requerían una aprobación serie por serie para llevar a cabo cualquier modificación. Grecia tenía 36 series de bonos sujetos a la legislación de Inglaterra, cada una de las cuales incluía una cláusula de acción colectiva de primera generación. Grecia convocó una reunión de sus tenedores de bonos para cada una de dichas series. Sin embargo, sólo 17 series votaron a favor de iniciar la reestructuración de la deuda. En las restantes 19 series los acreedores *holdout* habían adquirido posiciones que les permitían bloquear la reestructuración. Incluso, aún con una cláusula agregada requiriendo dos niveles de votación concurrentes, el resultado probablemente no hubiese sido muy distinto porque el segundo nivel de votación exigía la ratificación serie por serie de cualquiera de las modificaciones³⁵.

Tal situación contribuyó a la convocatoria para redactar un modelo de las CACs mejoradas por parte del *International Capital Market Association* (ICMA, una asociación que representa a los participantes de los mercados de capital de deuda) en el 2014 y promovidas por el Fondo Monetario Internacional (FMI)³⁶ que permiten al emisor optar, entre un menú de las opciones para cursar su reestructuración soberana, que adiciona la posibilidad de una única agregación de todas las series con un umbral de aprobación del 75 % con la condición de que sea aplicable uniformemente, denominadas de una sola rama o pata. Si la modificación propuesta ofrece un trato igualitario a todas las series, entonces no existiría la posibilidad de que una mayoría “confabulara” contra una minoría.

Para asegurar cierta equidad entre los acreedores se establecen ciertas salvaguardas. Por ejemplo, los tenedores de una emisión grande no pueden usar su poder de voto para acordar términos que discriminen contra tenedores de emisiones pequeñas. Ante una emisión A, B y C, donde $A + B > C$, se corre el riesgo de que en ausencia de una votación serie por serie, los tenedores de A y B dominen el voto y obtengan instrumentos de mayor valor que

³⁵ *Ibidem*.

³⁶ IMF, O. (2014). Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring.

C. Por tanto, debe aplicarse un requisito de uniformidad, habrá que ofrecerles a todos los tenedores el mismo instrumento o un menú de instrumentos idénticos (IMF, 2014).

En el siguiente cuadro observamos el menú de opciones de las CACs mejoradas:

CACs, con un menú de procedimientos de votación			
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

Destacándose la posibilidad de sub-agregación que puede dotar de flexibilidad a la cláusula para lograr una reestructuración exitosa. Empero puede ir contra la equidad en el trato de agrupamiento de los acreedores, planteándose como un desafío a resolver.

Asimismo, se reflejan los cambios sugeridos e incorporados en los umbrales de votación de las CACs mejoradas o estándar agregado de ICMA del 2014³⁷:

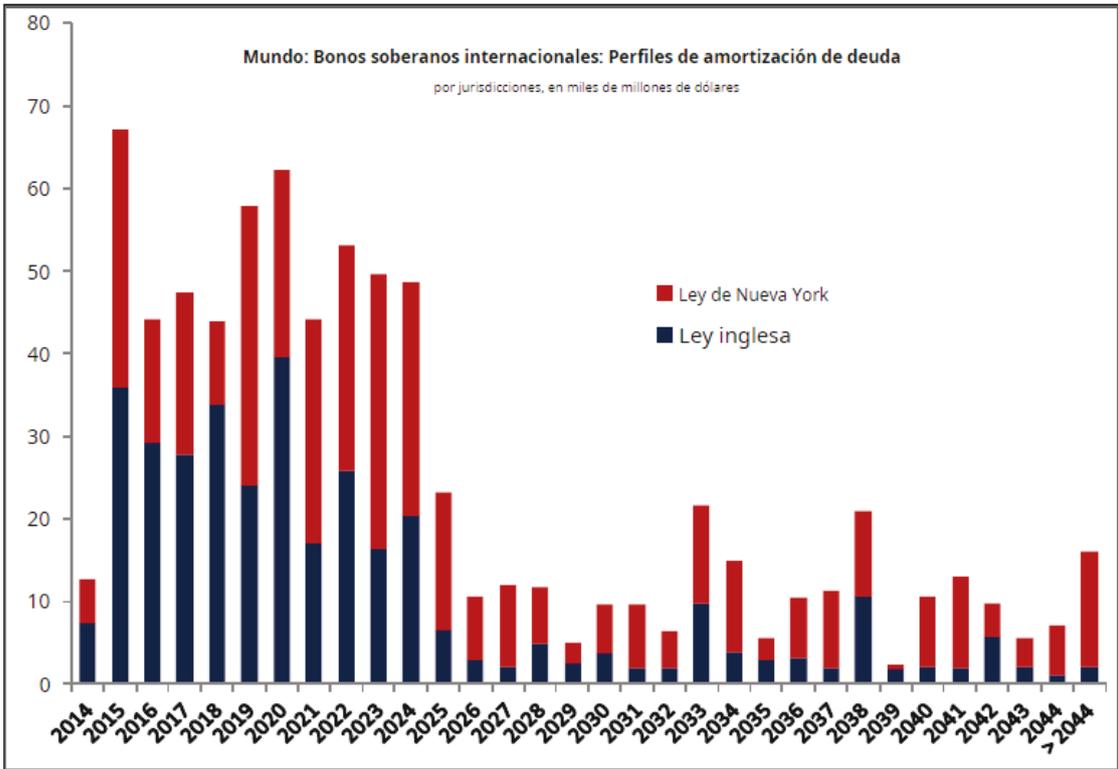
	Umbral de votación	
	CAC anteriores a 2014	ICMA CAC
Modificación de materia no reservada de serie única	66 2/3%	50%
Modificación de materia reservada de una sola serie	75%	75%
Serie cruzada de dos ramas Modificación de materia reservada	85% (agregado)+ 66 2/3% (por serie)	66 2/3% (agregado)+ 50% (por serie)
Una rama, uniformemente aplicable, serie cruzada Modificación de materia reservada	N/A	75% (agregado)

³⁷ De la Cruz, A., & Lagos, I. (2020). CACs at Work: What Next?. Available at SSRN.

Se resalta la disminución del umbral de votación necesario para modificar materias no reservadas, es decir, distintas a las condiciones de pago, modificación que puede ser utilizada estratégicamente por el emisor para rediseñar términos en aras de obtener los consentimientos necesarios, configurándose otro desafío. A su vez se disminuyeron los umbrales requeridos para las modificaciones a realizar con la opción de dos extremidades.

En la actualidad nos encontramos con la dificultad de que coexisten bonos en circulación con las distintas generaciones de cláusulas de acción colectiva e incluso sin ellas. Por lo que la uniformidad en los prospectos de emisión de los mercados financieros internacionales es una situación deseable pero que está en un proceso de maduración de constante evolución y el riesgo de los *holdouts* sigue latente, aunque ya tuvimos las primeras reestructuraciones de deuda con CACs mejoradas en acción.

El FMI estimó el stock de deuda circulante de jurisdicción del Estado de Nueva York y el derecho inglés³⁸ como principales centros financieros globales:

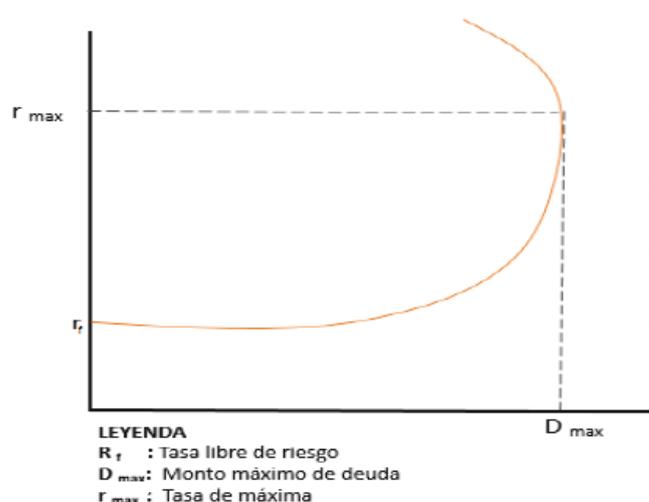


³⁸ IMF, O. (2014). Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring.

A continuación, se analiza el racional económico del objeto de estudio de la presente investigación. Con ello, los posibles incentivos conductuales derivados de las normas, o su ausencia, en relación a la temática planteada.

4. Perspectiva desde el análisis económico del derecho

En este capítulo se vislumbran los conceptos subyacentes de la problemática de las reestructuraciones de deuda soberana y los *holdouts* con la mirada del *Law & Economics*. El hecho de que no exista un régimen de insolvencia para las Estados no significa que el financiamiento que puedan obtener los soberanos de los mercados sea ilimitado, cuando los inversores consideren que el riesgo país es lo suficientemente alto pueden dar la espalda al gobierno solicitante induciéndolos, en todo caso, a recurrir a organismos financieros internacionales como el Fondo Monetario Internacional en su rol de prestamista de última instancia, financiamientos que se enmarcan dentro de programas que incluyen lineamientos que se supervisan y condicionan la política económica.



Mientras la deuda es relativamente pequeña, los prestamistas estarían dispuestos prestar más a una tasa de interés libre de riesgo comparable r_f . Cuando la deuda crece, los prestamistas ante el riesgo de incumplimiento aplican una tasa de interés más alta. Mientras mayor sea el monto de la deuda mayor será el monto pagar en el futuro y por ende aumenta el riesgo de incumplimiento de manera creciente. La deuda aumenta hasta que alcanza un punto en el que la curva de oferta es vertical. En ese punto el nivel de deuda es D_{max} . Y la tasa de interés correspondiente es r_{max} . Llegado ese momento ningún aumento de la tasa de interés compensa el incremento del riesgo de incumplimiento. El mercado ha proporcionado el máximo de efectivo al prestatario.

La estabilidad económica y financiera internacional puede ser asimilada a un bien público³⁹ a proveer por los Estados y a un bien jurídico a ser tutelado por el marco legal. Los bienes públicos son aquellos bienes caracterizados por su consumo conjunto, dado que 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. La finalidad de un marco legal 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 pretende proveer a la sociedad.

La existencia de un mecanismo que contribuya a la previsibilidad 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 servicios de deuda sean abonados oportunamente. Asimismo, ayudaría a mejorar fallas del mercado de deuda como la asimetría de información, ya que los actores económicos, ante la presunción de conocimiento de la ley por todos sabrían ex ante de las reglas de observancia en caso de una reestructuración de deuda soberana.

El enfoque estatutario o la materialización de un tratado internacional que regule la materia, que vincularía a los organismos internacionales de crédito y acreedores privados, también representaría, como el uso de las CACs mejoradas, un antídoto frente a los *holdouts*. En cuyo accionar persiguen un beneficio privado que supera en demasía el beneficio social y aleja al mercado del óptimo social.

Sin embargo, así como se generarían externalidades positivas igualmente podrían surgir externalidades negativas, traducidas en tasas de interés superiores⁴⁰ en la financiación otorgada a los países por parte de los acreedores, en busca de disminuir futuras pérdidas económicas a largo plazo que podrían configurarse ante la eventual solicitud de inicio de un proceso de reestructuración ante un organismo financiero internacional que podría ver

³⁹ Zubiaurr Traverso, L. D. (2019). 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.

⁴⁰ Bradley, M. y Gulati, M. (2014). Cláusulas de acción colectiva para la Eurozona. *Review of Finance*, 18 (6), 2045-2102. Reflejaron que tal situación no se evidenció luego de la introducción obligatoria de las CACs en los nuevos bonos emitidos en la zona euro.

objetada su ecuanimidad ante el grado de severidad, más laxo o dificultoso, en la aprobación o denegatoria de acceso al mismo que en este caso representaría una falla de mercado de información asimétrica y puntualmente por parte del Estado solicitante un riesgo moral ante una posible busca de apertura del proceso para detener los devengamientos de deuda y suspender los litigios.

A su vez, el enfoque que aspira a alcanzar un acuerdo global sobre un marco jurídico internacional en la temática tiene costos de acción colectiva casi prohibitivos, conlleva una coordinación fácticamente muy difícil de concretar, el que podría tener Estados reticentes que configurarían, paradójicamente, una especie de *holdouts*. La acción colectiva y los dilemas de la acción colectiva imponen costos. Estos costos se refieren, por una parte, a mantener una comunicación constante entre los usuarios de los bienes comunes, en participar en la formulación de las reglas, y en general, en la gestión de este conjunto y en participar en sostener sistemas de monitoreo del cumplimiento de las reglas. Estos costos se conocen como costos de transacción.

En cuanto a la eficiencia económica 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. 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 aproximarnos al óptimo social es la disminución de costos de transacción⁴¹.

En este caso tanto el 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 estatutario, 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

⁴¹ Zubiaurr Traverso, L. D. (2019). 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.

una minoría que busca obtener un mayor rentabilidad exprimiendo los excedentes y buscando resquicios legales e impidiendo una reestructuración, a una de acuerdo en la que se ve imposibilitada esta estrategia ante la decisión de la mayoría de otorgar la reestructuración.

Como consecuencia de ello, la minoría pierde la posibilidad de obtener una mayor ganancia futura, pero eso no necesariamente implica que sacrifique un monto mayor al que está valuado su activo. Habitualmente esta minoría de acreedores ha adquirido los bonos de deuda en el mercado secundario a un precio menor del valor nominal al que fueron emitidos. Por ello, es posible suponer que el monto de interés a desembolsar 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 inversión⁴².

En este orden de ideas, los acreedores estarían en una mejor situación, dado que asegurarían la satisfacción de las acreencias, mientras que el deudor obtendría tiempo para equilibrar sus finanzas. En definitiva, el cambio mejoraría la posición 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 estatutario y contractual cumple el criterio de Pareto, si se cumple el supuesto señalado en las líneas anteriores.

Si por el contrario 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 ejemplo hipotético y poco probable, podría decirse que el cambio cumpliría con el criterio Kaldor-Hicks. Más concretamente, el grupo que se beneficia estaría en posición de compensar a aquellos que han perdido, dado que el beneficio social conjunto se ha incrementado.

⁴² Ibidem.

Estas situaciones de *trade off* pueden asimilarse a la estrategia de “Pacman” dentro de los procesos de reestructuración de deuda con CACs mejoradas que se expone más adelante en la sección 5 del presente trabajo, mecanismo por el cual el deudor soberano realizaría sucesivas ofertas uniformes que mejoran la situación de los que ya habían dado su consentimiento (“dinero gratis”⁴³) para seducir a los más reticentes que terminarían liderando la negociación en busca de alcanzar los umbrales necesarios para activar las cláusulas de acción colectiva.

Asimismo, al estudiar el fundamento de los procesos de reestructuraciones de deuda soberana, podemos ensayar dos tipos de argumentos: el jurídico y el económico. Desde la perspectiva jurídica tradicional, la reestructuración es vista como un procedimiento destinado a conservar el principio de igualdad de los acreedores (*pars conditio creditorum*). Sin embargo, la economía sugiere que detrás de las cláusulas contractuales, las normas y las decisiones judiciales involucradas en este tipo de procesos existe un racional económico: se ve el proceso de reestructuración de deuda como un instrumento para lograr que los acreedores cobren sus créditos de la manera más eficiente posible, apuntando a un resultado destinado a minimizar los costos sociales. En consecuencia, el análisis económico del derecho pone el foco en la eficiencia (Rey, 2018).

4.1. El racional económico, *holdouts* y *free riders*

Un sistema de insolvencia es parte de un esquema de ejecución de promesas entre deudores y acreedores, con la particularidad de que el mecanismo de ejecución es colectivo, lo que trae aparejado los correspondientes problemas de acción colectiva. En tal sentido existe una extensa literatura que ha mostrado que los mecanismos concursales tienden a solucionar problemas de “*common pool*”⁴⁴ dada la imposibilidad de los acreedores de

⁴³ De la Cruz, A., & Lagos, I. (2020). CACs at Work: What Next?. Available at SSRN.

⁴⁴ Baird, D. G., Gertner, R. H., & Picker, R. C. (1998). *Game theory and the law*. Harvard University Press.

coordinar el cobro organizado de sus créditos cuando la cantidad de acreedores supera la cantidad de activos, dado que la ausencia de este tipo de instituciones genera una carrera del tipo “primero en el tiempo, primero en el derecho”. Por otra parte, en ese orden de ideas la ejecución individual por parte de cada acreedor puede no generar el máximo valor esperado de los activos concursados.

Desde este enfoque, la acción colectiva de los acreedores en cualquiera de sus dos versiones (tanto la prevista bajo las leyes de quiebras como la incorporada contractualmente en los bonos soberanos) es vista como un procedimiento en el que obligar a mantener actitudes cooperativas entre los acreedores es eficiente⁴⁵. Se prevé la reunión de acreedores como un prerequisite para adoptar cualquier decisión relacionada con los créditos del deudor. Esta junta obligatoria de acreedores puede ser entendida como un medio de reducir los costos de transacción involucrados en estos procesos de recuperación de créditos, ya que las negociaciones individuales de los distintos acreedores con el deudor serían mucho más difíciles e implicarían mayores costos. Aun cuando estos procesos no garantizan un acuerdo (por ejemplo, si las mayorías requeridas para la toma de decisiones no se logran), los costos de transacción se reducen sustancialmente.

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*”⁴⁶. En el ejemplo los autores imaginan un campo grande dividido en 1.000 parcelas cuya titularidad también corresponde a 1.000 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 8.000 dólares. Si la disposición al pago de los compradores es de 100, podrán ofrecer un máximo de 10.000 dólares por cada parcela.

⁴⁵ Rey, Luis A. (2018). Economía y Derecho: homenaje a Eduardo Conesa. Edición La ley.

⁴⁶ Asimismo, se puede mencionar que la existencia de *holdouts* podría ser vista desde la situación hipotética conocida como tragedia de los anticomunes, descrita por Heller, M.A., en “*The Tragedy of the Anticommons: Property in the Transition from Marx to Markets*”. Personas racionales con derechos de propiedad sobre títulos públicos en mercados financieros internacionales que están atomizadas y desagregadas pero que individualmente tienen derecho de veto en ausencia de regulación y eso puede ocasionar una limitación en la oferta (bloqueo por decisión individual). Se considera más representativa la visión escogida.

En consecuencia, habrá un excedente de 2.000 (10.000 – 8.000) dólares entre la disposición a pagar y el precio en el que se valora 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 2.000, podría pedir más de 8.000 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*⁴⁷.

La solución que proponen Calabresi y Melamed al problema de los *holdouts* consiste en un cambio de reglas, que posibilite que el Estado haga la valuación del bien y pague a su propietario el valor que estimen conveniente, es decir, una expropiación. Trasladando 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

⁴⁷ Calabresi, G., & Melamed, A. D. (2018). Property rules, liability rules, and inalienability: one view of the cathedral (pp. 5-44). Routledge.

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, al analizar la factibilidad de un cambio de regla, la evidencia muestra que en situaciones como en la reestructuración de Grecia, la deuda emitida bajo legislación doméstica fue susceptible de la emisión de nuevas normas que fueron aplicadas en forma retroactiva que posibilitaron su reestructuración, pero es inviable sobre títulos públicos regidos por jurisdicción extranjera en donde la solución rige por negociaciones de mercado a la sombra de los tribunales foráneos.

4.2. Análisis desde la teoría de juegos

4.2.1. Dilema del prisionero

El objetivo del procedimiento de acción colectiva es la cooperación de las partes entre sí con el fin de evitar los mayores costos procesales que se generarían si cada acreedor pretendiera iniciar una ejecución individual para cobrar su crédito. Como contrapartida, los costos sociales aumentarían si cada acreedor litigara individualmente para obtener el mayor porcentaje posible de su crédito. En consecuencia, si no existieran reglas que regulen estos procesos colectivos, los acreedores adoptarían estrategias no cooperativas que darían el mismo resultado que se genera en el dilema del prisionero⁴⁸ (Rey, 2018).

En términos de la teoría de juegos, podemos plantear la quiebra como un dilema del prisionero. El dilema se plantearía en los siguientes términos: supongamos un caso donde hay dos acreedores (A1 y A2) que reclaman al deudor un crédito de 50 cada uno, siendo 100 el monto total del pasivo del deudor. El activo del deudor es de 60 y el gasto total a ser

⁴⁸ El dilema del prisionero es un problema fundamental de la teoría de juegos que muestra que dos personas pueden no cooperar incluso si ello va en contra del interés de ambas.

incurrido en el procedimiento de ejecución individual es de 10 cada uno (20 en total), lo cual resulta en un activo neto de 40 (activo disponible – gastos procesales = activo neto). Los datos se plasman a continuación⁴⁹:

Crédito A1 = 50

Crédito A2 = 50

Activo del deudor = 60

Costos del proceso de ejecución individual de A1 y A2 = 10 (costo total = 20)

Activo neto del Deudor = 40

El problema puede representarse mediante la siguiente tabla de pagos:

		<u>A2</u>			
		C	NC		
<u>A1</u>	C	(30, 30)	(10, 50)	→	Equilibrio de Nash
	NC	(50, 10)	(20, 20)		

La estrategia C es “cooperar” y NC es “no cooperar”. En este juego, cada jugador cuenta con dos estrategias posibles: la estrategia cooperativa (C) implica que los acreedores (A1 y A2) actúan en forma conjunta mediante una junta de acreedores (por mandato de la ley o de una cláusula de acción colectiva), mientras que la estrategia no cooperativa (NC) implica

⁴⁹ Rey, Luis A. (2018). Economía y Derecho: homenaje a Eduardo Conesa. Edición La ley.

que cada acreedor actúa de manera individual e inicia una demanda por separado para ejecutar al deudor (Rey, 2018).

Como se observa, el Equilibrio de Nash del juego que reproduce el dilema del prisionero, consiste en que los acreedores (A1 y A2) adoptarán la estrategia no cooperativa (NC), siendo la estrategia dominante para cada jugador independientemente de lo que haga el otro jugador (la estrategia dominante es aquella dirigida a aumentar los beneficios que le reportan recuperar el crédito), y no tienen incentivos para desviarse de ella. En consecuencia, cada acreedor tendrá incentivos a litigar por su cuenta para recuperar la máxima cantidad posible de su crédito. Sin embargo, la estrategia no cooperativa (NC), en donde cada uno persigue su propio interés, no es la eficiente (les reporta un beneficio de 20 a cada uno): si en cambio adoptaran la estrategia cooperativa (C) obtendrían un beneficio mayor (ya que les reporta un beneficio de 30 a cada uno). Dado que más es preferible a menos, entonces la eficiencia está en la estrategia cooperativa. Mediante el dilema del prisionero se puede observar que, si se obliga a los acreedores a actuar en forma conjunta, se reducen los costos y así se genera un beneficio mayor para todos⁵⁰.

4.2.2. Otras consideraciones

Otra revisión bibliográfica de importancia es La vida después de la deuda. Orígenes y resoluciones de las crisis de deuda. De Joseph E. Stiglitz y Daniel Heymann. En el Rohan Pitchford y Mark L. J. Wright escribieron sobre El comportamiento estratégico en reestructuraciones de deuda soberana: impacto y respuestas de la política.

Destacan que las reestructuraciones de deuda soberana demandan mucho tiempo. Desde 1970, el tiempo promedio entre el *default* inicial de una deuda y la reestructuración final de la misma ha rondado los siete años (Pitchford & Wright, 2007). Uno de los rasgos

⁵⁰ Ibidem.

predominantes de estas demoras ha sido la presencia de un grupo de acreedores que se rehúsan a participar de la reestructuración de la deuda soberana. En un entorno no estatutario una motivación estratégica clave de los acreedores es el deseo de esperar hasta que otros demandantes hayan llegado a un acuerdo, intentando de este modo poder obtener un mejor arreglo. Llamamos a esto el motivo de la espera estratégica por la demora. Este motivo es tanto más fuerte, y la demora esperada tanto mayor, cuanto mayor sea el número de acreedores. En un entorno estándar de negociación no coordinada, los acreedores prefieren retrasar su negociación con el estado soberano, para así obtener un pago mayor. Esto es posible a causa de que los acuerdos previos constituyen un costo hundido⁵¹. La espera aumenta con el poder de negociación del acreedor, pero es independiente del tamaño de la ganancia que el país obtendría del renovado acceso al crédito externo o de los costos de transacción.

Si la reducción es deseable, una respuesta política de los Estados soberanos podría encontrarse en la introducción de Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) en los contratos de bonos. Estos contratos estipulan que, si una súper mayoría de los acreedores acepta los términos de un arreglo, los *holdouts* (que no los aceptaron) se ven obligados a aceptarlos. Esto elimina el motivo de la espera estratégica causante de la demora, eliminan el efecto *holdout*⁵². La presencia de “buitres” lleva a una mayor demora esperada, ya sea que los “buitres” sean jugadores más pacientes o que simplemente tengan una mayor habilidad que los acreedores comunes a la hora de negociar (por ejemplo, a través de tácticas legales).

4.3. Análisis desde el teorema de Coase

El Teorema de Coase muestra que cuando los derechos de propiedad privados están definidos, en el sentido de que está claro quién tiene derecho a excluir a quien del empleo de

⁵¹ En el ámbito de la economía y la toma de decisiones, se denomina costo hundido a aquellos costos retrospectivos, que han sido incurridos en el pasado y que no pueden ser recuperados y podría explicar una parte de la motivación *free rider* del análisis.

⁵² Stiglitz, J. E. (2017). La vida después de la deuda: orígenes y resoluciones de las crisis de deuda. Eudeba.

un recurso y los costos de transacción o costos para transferir derechos de propiedad son nulos o muy bajos, los efectos externos se eliminan por medio de beneficiosas transacciones entre las partes afectadas, sin consideración de cuál sea la solución establecida en la ley, es decir, sin que la distribución inicial del derecho tenga incidencia en la asignación final, igual y eficiente de los recursos (Stordeur, 2011).

Si partimos de la premisa de que la negociación entre las partes puede darse en un marco de costos de transacción cero, entonces mediante la negociación se puede conseguir que si la asignación del derecho no es la más eficiente se corrija. Por tanto, el uso de los recursos sea el más eficiente para lograr el resultado óptimo.

Sin embargo, resulta poco probable que la condición del teorema se de en la realidad porque negociar es costoso. La realidad demuestra que los costos de transacción no son cero. Por el contrario, los costos de transacción suelen ser altos, con lo cual (bajo la perspectiva del teorema) partir de esta premisa nos lleva a la consecuencia lógica de que dichos costos serán un impedimento para llegar a la solución eficiente. Y aquí radica la importancia del derecho en tanto mecanismo de asignación de recursos: frente a la existencia de costos de transacción, el derecho es necesario para lograr el resultado eficiente. Por ello debe existir el sistema jurídico para asignar y proteger derechos. Se concluye que las normas establecen la organización de los recursos (aunque también caben los acuerdos entre las partes que puedan modular dicha asignación)⁵³.

En el caso de Argentina frente al fondo NML fue la ausencia de una norma jurídica y, en su defecto, de un acuerdo entre las partes, lo que permitió a los demandantes la vía de la ejecución individual. Esta vía implica un aumento significativo de los costos de transacción en términos de Coase, con la consecuente dificultad de llegar a la solución eficiente.

El costo de verse afuera del mercado es un costo indudablemente más alto que el hacer frente al requerimiento de los *holdouts*, por ende, el escenario de negociación resulta irremediablemente favorable a estos últimos, debido a la premura por atender los compromisos internacionales, salir de una situación de *default* y recuperar el acceso al crédito

⁵³ Rey, Luis A. (2018). Economía y Derecho: homenaje a Eduardo Conesa. Edición La ley.

Arriba de la línea de costos de transacción se requiere unanimidad para aprobar una reestructuración, por ende, si la minoría de acreedores rechaza el plan, este se no cumple, denominaremos esta zona como “derecho de la minoría”. 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, 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, donde el deudor se encontraría sin acceso al crédito. En el punto C 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, ya que al establecerse un umbral de votación de dos ramas, el acuerdo se alcanza al contar con la anuencia de los tenedores de las 2/3 partes del monto de la deuda. En el punto E, 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 (Zubiaurr Traverso, 2019).

En este sentido, los defensores de los enfoques voluntarios invocan implícitamente a la llamada escuela de derechos de propiedad para respaldar su caso. En su artículo pionero, El Problema del Costo Social, Ronald Coase argumentó que, en ausencia de costos de transacción, la negociación entre partes privadas garantizará la asignación eficiente de recursos, independientemente de la distribución inicial de los derechos de propiedad, y tal como demostró Arrow, esta proposición equivale a decir que el resultado es óptimo de Pareto (Guzmán, Ocampo & Stiglitz, 2016).

Este resultado depende críticamente de supuestos estrictos con respecto a los conjuntos de información de los diferentes actores. Específicamente, que cada jugador conoce la recompensa de los demás jugadores en función de las estrategias jugadas, las ofertas y contraofertas que el otro lado hará en respuesta a sus ofertas. El fracaso de los postulados subyacentes puede resultar en una situación en la que las dos partes se atascan en

un punto. El problema es que, en lugar de converger en un equilibrio estable, las sucesivas iteraciones de ofertas y contraofertas se basan en percepciones erróneas de lo que la otra parte está dispuesta a aceptar⁵⁵. Esto podría explicar las reestructuraciones prolongadas de la deuda soberana en las que las pérdidas económicas crecen y los valores de los activos se reducen y de ahí la importancia de la mejora de los procesos de reestructuración de deuda soberana.

5. Evidencia de utilización de CACs mejoradas y desafíos

El conocimiento empírico permite enriquecer el análisis más allá de letra de molde. Se han vislumbrado situaciones en que ya se han utilizado las cláusulas de acción colectiva mejoradas y cuáles son las experiencias recogidas de las mismas.

5.1. Reestructuración de la deuda soberana en Argentina y Ecuador

Argentina y Ecuador emprendieron una exitosa reestructuración de su deuda soberana en 2020. En medio de crecientes preocupaciones acerca de la sostenibilidad de la deuda y de presiones financieras.

En el caso de Argentina después de presentar ofertas para reestructurar su deuda en abril y julio, Argentina llegó a un acuerdo con sus acreedores externos clave en agosto. La compleja reestructuración de USD 65.000 millones en bonos de legislación extranjera, que incluyeron 35 bonos diferentes bajo dos contratos de emisión distintos, con cláusulas de acción colectiva (CACs) antiguas y mejoradas, y en múltiples monedas, se concretó el 4 de

⁵⁵ Guzmán, M., Ocampo, J. A., & Stiglitz, J. E. (Eds.). (2016). *Too little, too late: The quest to resolve Sovereign debt crises*. Columbia University Press.

septiembre la participación de los acreedores después de aplicarse las CACs luego de que 94,6 por ciento aceptara el canje. En forma paralela, USD 15.200 millones de bonos en moneda extranjera emitidos bajo legislación local fueron reestructurados para el 21 de septiembre, con una participación de 99,4 por ciento de los bonistas y bajo términos y condiciones similares. La reestructuración de la deuda se llevó a cabo al margen del programa respaldado por el FMI⁵⁶.

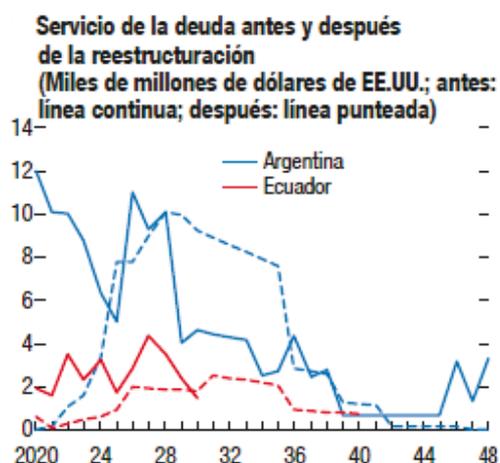
En tanto, Ecuador, también en medio de la crisis de Covid-19, lanzó una oferta de reestructuración en el mercado de sus bonos internacionales por un monto de USD 17.400 millones, que fue finalizada el 31 de agosto con un 100 por ciento de participación de los acreedores facilitada por las CACs (98 por ciento aceptaron el canje). El 28 de agosto se llegó a un acuerdo a nivel del personal técnico sobre un programa del FMI, una condición previa para el canje de la deuda.

Los acuerdos sobre la deuda incluyen lo siguiente: (i) una pequeña reducción nominal del capital, igual a USD 1.600 millones en el caso de Argentina y USD 1.500 millones en el de Ecuador; (ii) un aumento del promedio ponderado de los plazos de vencimiento de 7,9 a 11 años en Argentina y de 6,1 a 12,7 años en Ecuador; (iii) una reducción del promedio ponderado de la tasa de cupón de 6,5 por ciento a 3,2 por ciento en Argentina y de 9,2 por ciento a 5,3 por ciento en Ecuador; (iv) un promedio ponderado del período de gracia de 6,9 años en Argentina y 6 años en Ecuador, así como también (v) pagos anuales de interés muy bajos entre 2021 y 2024, equivalentes en promedio a 0,25 por ciento del PIB en Argentina y 0,35 por ciento del PIB en Ecuador, y (vi) bonos a largo plazo de intereses vencidos de USD 3.500 millones en Argentina, y USD 1.000 millones con quitas nominales en Ecuador. Ambas reestructuraciones incorporan innovaciones jurídicas para alentar la participación de los bonistas, como cláusulas que limitan la posibilidad de hacer un uso abusivo de los votos (FMI, 2020).

Las reestructuraciones de deuda proporcionan un significativo alivio de liquidez durante la próxima década (USD 33.300 millones para Argentina y USD 16.400 millones

⁵⁶ FMI, O. (2020). Perspectivas económicas – Las Américas – La persistencia de la pandemia nubla la recuperación.

para Ecuador) y se prevé que reduzcan la relación deuda pública/PIB a 40 por ciento en Argentina y 45 por ciento en Ecuador. Esquemáticamente⁵⁷:



reestructuración de deuda (Miles de millones de dólares de EE.UU., salvo indicación en contrario)		
	Argentina	Ecuador
Deuda pública (final de 2019) ¹	206,5	55,7
Deuda pública (final de 2019; porcentaje del PIB) ¹	56,2	51,8
Deuda sujeta a reestructuración	80,2	17,4
Legislación extranjera	65,0	17,4
Legislación local ²	15,2	...
Alivio del flujo de caja, 2020–30	33,3	16,4
Valor de recuperación (porcentaje, 10 por ciento de rendimiento de salida)	55,1	55,0
Bonos reestructurados		
Calificación ³	CCC+	B–
Precio ⁴	45–52	49–74
Rendimientos (promedio ponderado)	11–12	9,6

Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.
¹En el caso de Argentina, excluye deuda en poder de otras entidades del sector público.
²En el caso de Argentina, excluye USD 3.000 millones de deuda externa convertidos a moneda local, pero incluye USD 1.500 millones de deuda en moneda local convertidos a dólares de EE.UU.
³Standard and Poor's.
⁴Incluye bonos de intereses vencidos (PDI). En el caso de Ecuador, el monto de PDI es el existente al 1 de septiembre y después de la quita (haircut) nominal. En el de Argentina, el PDI es el existente al 4 de septiembre de 2020.

Los procesos de canje han mostrado y en particular el de Argentina que, lejos de estar mitigado, el riesgo “buitre” persiste, al menos como instrumento para disciplinar a los países durante las negociaciones. Aunque la adhesión final superó los umbrales mínimos para

⁵⁷ Ibidem.

activar las CACs e imponer los términos de la oferta a los tenedores, la potencial amenaza de recurrir a los tribunales o deshacerse de los bonos, para que potenciales fondos especulativos puedan adquirir y comenzar a litigar, fue implícitamente utilizada como estrategia adicional para presionar y exigir mejoras. De esta forma, las diferentes dimensiones incluidas en este complejo proceso culminaron con un reparto de pérdidas que resultó más favorable a los acreedores que lo inicialmente pensado, incluso a pesar de la situación de pandemia.

5.2. Desafíos

Los objetivos generales del mecanismo de la acción colectiva en un bono soberano son: (i) garantizar que cualquier modificación en los términos de pago de un bono, que sea posterior a su emisión, reúna un amplio apoyo de los tenedores del instrumento y, (ii) reducir el riesgo que representa cualquier *holdout* minoritario tanto para el emisor de los bonos como para la mayoría absoluta de tenedores que aceptaron las modificaciones (Buchheit & Gulati, 2020).

Tal como señalan De la Cruz, A., & Lagos, I. en *CACs at Work: What Next?* en 2020, Argentina y Ecuador fueron los primeros soberanos en llevar a cabo una reestructuración de deuda utilizando la función de agregación de series cruzadas incluida en las Cláusulas de Acción Colectiva de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés), publicadas en 2014.

La estrategia legal de ambos países articuló dos características: (i) "Reasignación" (es decir, la posibilidad de que el emisor, con el consentimiento de los tenedores de bonos, vuelva a definir el conjunto de series de bonos que se considere para los fines de la agregación); y (ii) el uso secuencial de los métodos de agregación contemplados en las CACs de ICMA (apodado como "*Pacman*" evocando los juegos iniciales de computación en los cuales un

personaje va comiéndose sin piedad otras imágenes que aparecen en la pantalla de la computadora⁵⁸).

Por razones tácticas relacionadas con los fundamentos económicos de la operación, optaron por no intentar una reestructuración usando la opción ICMA de votación única “uniformemente aplicable” mediante la cual se hubiese evitado de una vez la necesidad de obtener el voto serie por serie, sino que iniciaron con el uso de la CAC de dos extremidades.

Dentro del marco de la “modificación de reasignación”, Argentina solicitó el consentimiento de los tenedores de bonos para que, a su entera discreción, pudiese cambiar las series de bonos que habían sido identificadas al comienzo del proceso como los que constituirían en el *pool* agregado de votación para los propósitos de la votación en dos niveles concurrentes. La “reasignación” solicitada podía ejecutarse incluso después de que los votos hubiesen sido emitidos y contados. Y debido a que la designación de los *pools* de votación no era en sí misma una “modificación de asuntos reservados”, Argentina asumió la posición de que la modificación de reasignación podía ser aprobada con el consentimiento de los tenedores de bonos representativos de únicamente el 50% del monto de capital adeudado de cada una de las series (el umbral de votación requerido para los asuntos no reservados) para salir de una situación del “todo o nada”, es decir, alcanzar la doble mayoría y reestructurar o en su defecto se pueda frustrar la reestructuración.

El modelo de cláusula CAC del ICMA nunca contempló (pero ciertamente no lo excluye expresamente) la posibilidad de una reestructuración con un voto en dos niveles concurrentes seguida en poquísimo tiempo por una reestructuración uniformemente aplicable de los mismos bonos⁵⁹. Esta nueva flexibilidad encontrada llevó inicialmente a la comunidad de acreedores a cuestionar las innovaciones introducidas por ICMA en 2014 de la documentación de bonos de Argentina. Finalmente, Argentina y Ecuador persuadieron a sus acreedores para que permitieran la reasignación, así como el uso secuencial de métodos de agregación, y propusieron ajustar las CACs mediante la introducción de ciertos límites que

⁵⁸ Buchheit, L. C., & Gulati, M. (2020). The Argentine collective action clause controversy. *Capital Markets Law Journal*.

⁵⁹ *Ibidem*.

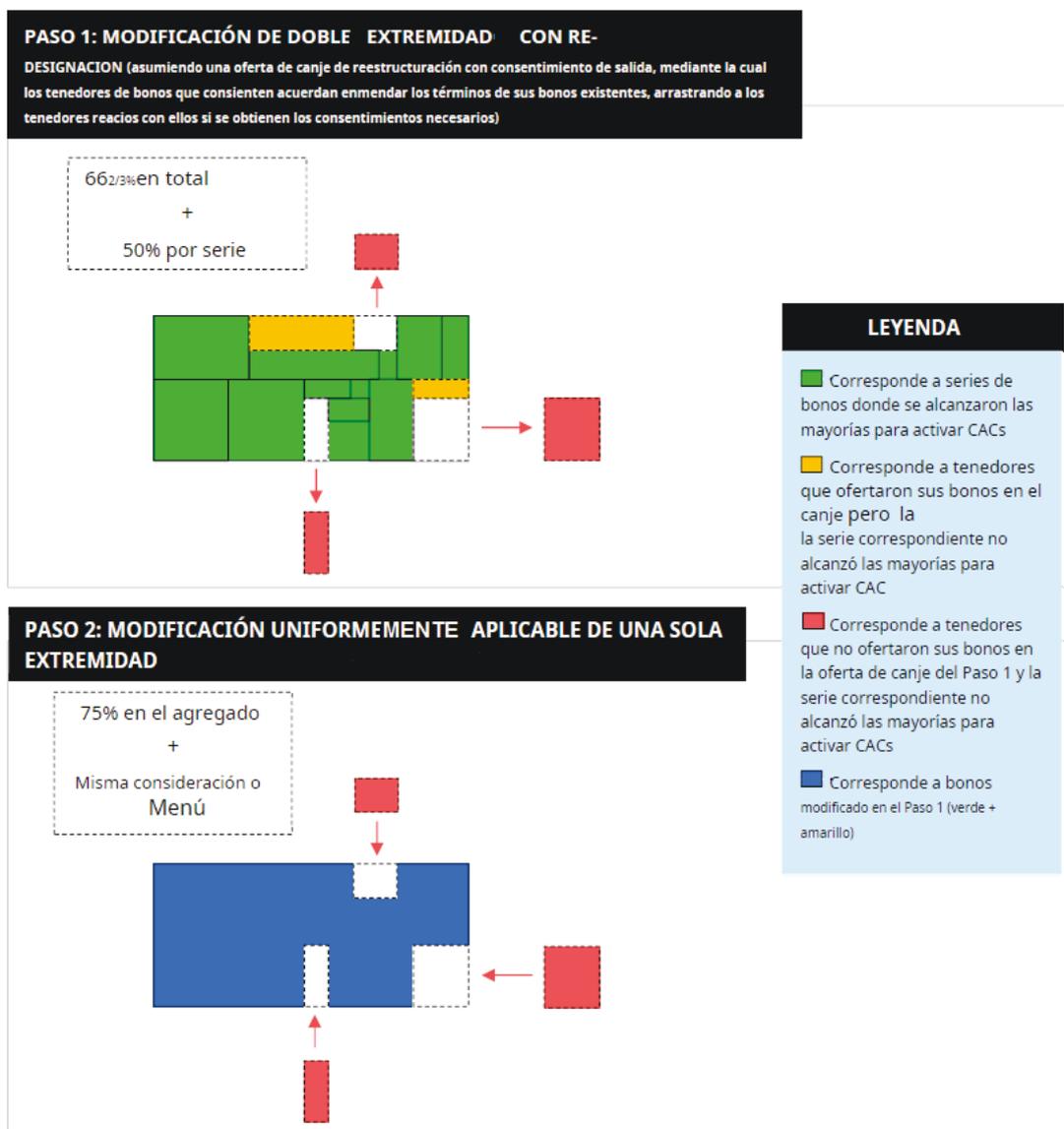
excluirían la posibilidad de que un soberano efectúe una reestructuración sobre todos los acreedores si su oferta original no logró atraer el apoyo de una mayoría significativa.

Se argumenta que (i) en ciertos casos, la desventaja de prohibir a un soberano reasignar supera los beneficios de la reasignación, ya que puede convertir una reestructuración en un juego de “todo o nada”, que complica aún más la dinámica entre acreedores, y (ii) la capacidad de utilizar diferentes métodos de agregación secuencialmente, dentro de ciertos límites, también promueve los objetivos de las CACs del ICMA (De la Cruz & Lagos, 2020).

Con relación a las implicancias sobre el entramado legal en el que se apoyan las reestructuraciones, los casos recientes de Argentina y Ecuador impulsaron cambios en los contratos de deuda para limitar la redesignación y la estrategia “*Pacman*”. Respecto a la primera, en los nuevos bonos se incorporaron cláusulas que estipularon dos requisitos para redesignar: primero, los acreedores contaban con cinco días luego del cierre del canje para retirar o refrendar su decisión; es decir, la reasignación podrá hacerse recién transcurridos esos cinco días. Segundo, la oferta debe haber sido aceptada por tenedores que posean dos tercios del monto a reestructurar del agrupamiento originalmente designado, a fin de garantizar un acuerdo de base lo suficientemente amplio⁶⁰, una especie de “condición de participación mínima”. En lo que respecta al uso secuencial del voto agregado basado en un método de aplicación uniforme de un solo miembro, estrategia “*Pacman*”, que hipotéticamente podría otorgarle a un grupo influencia para de unir al resto en última instancia, como se muestra en el gráfico a continuación, se adquirió el compromiso por un periodo de tiempo de 36 meses desde la oferta inicial de que en caso de haber combinado reasignación con CAC de modificación doble sólo se permitiría lanzar una modificación de una sola rama uniformemente aplicable que apunte a cualquiera de las series excluidas y cualquiera de las enmendadas con éxito si recibió el apoyo de acreedores que representan más del 75 % del monto de los bonos designados inicialmente en la oferta.

⁶⁰ Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020). La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo.

Ilustración de la estrategia “Pacman”⁶¹:

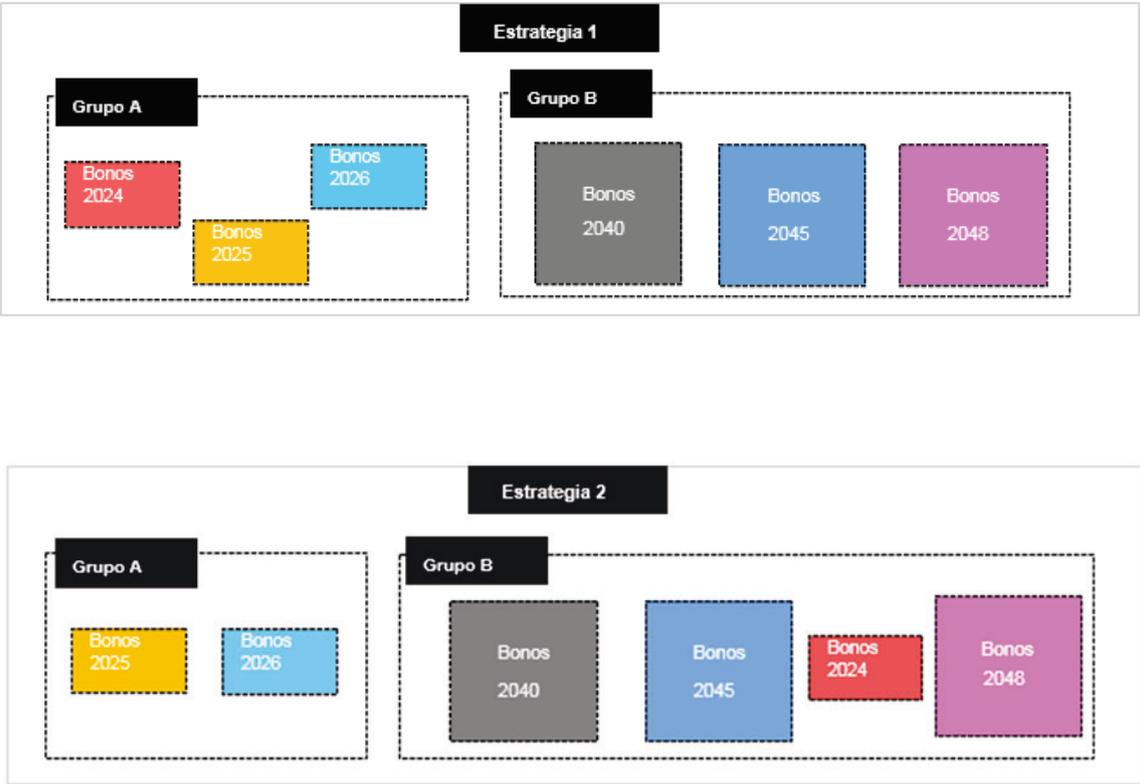


Por otro lado, la sub-agregación de diferentes series en grupos separados utilizando la agregación de una sola rama, uniformemente aplicable, crea incentivos para que el soberano agrupe series de bonos de una manera que aumente la probabilidad de éxito de la

⁶¹ De la Cruz, A., & Lagos, I. (2020). CACs at Work: What Next?. Available at SSRN.

renegociación de la deuda, en lugar de buscar lograr una distribución justa de la carga entre los acreedores.

Esto se ve graficado⁶² en una primera estrategia de agrupación de bonos (donde los tamaños de los cuadriláteros de los bonos representados son proporcionales al monto de la serie) que guarda coherencia con la madurez de los bonos versus una segunda estrategia donde una serie menor, que se muestre reticente (2024 en el ejemplo), sea agrupada con emisiones de mayor volumen para ser arrastrada por las series que cooperen y aporten proporcionalmente más a reunir los umbrales de aprobación necesarios.



Así se crean incentivos para que el soberano organice la serie de bonos en diferentes grupos para aumentar la probabilidad de éxito de la renegociación de la deuda en lugar de

⁶² Ibidem.

proporcionar una distribución justa de la carga entre los tenedores de bonos. Para evitar agrupar series de manera sesgada, un soberano puede optar por realizar su oferta utilizando el método de modificación (agregación) de doble rama y diferenciar la contraprestación ofrecida a cada grupo⁶³.

Las CACs han hecho una contribución innegable a la reestructuración de la deuda soberana. Los esfuerzos de la comunidad internacional deben enfocarse en facilitar y agilizar el proceso de reestructuración y empoderar al deudor y a una gran mayoría de acreedores para alcanzar y concluir un acuerdo consensuado que no deje un potencial disruptivo en una minoría sin socavar sus acreencias.

6. Consideraciones finales

La temática objeto de estudio tiene tal relevancia que se han desarrollado teorías que exceden a esta investigación como es la de la deuda odiosa⁶⁴ por la cual se llegarían a desconocer las obligaciones según el gobierno contrayente y el destino dado a la financiación, con las consecuencias negativas que eso tendría aparejado. En el presente trabajo se ha puesto el foco en el Estado como sujeto de derecho que se extiende en el tiempo y es el que honra sus deudas.

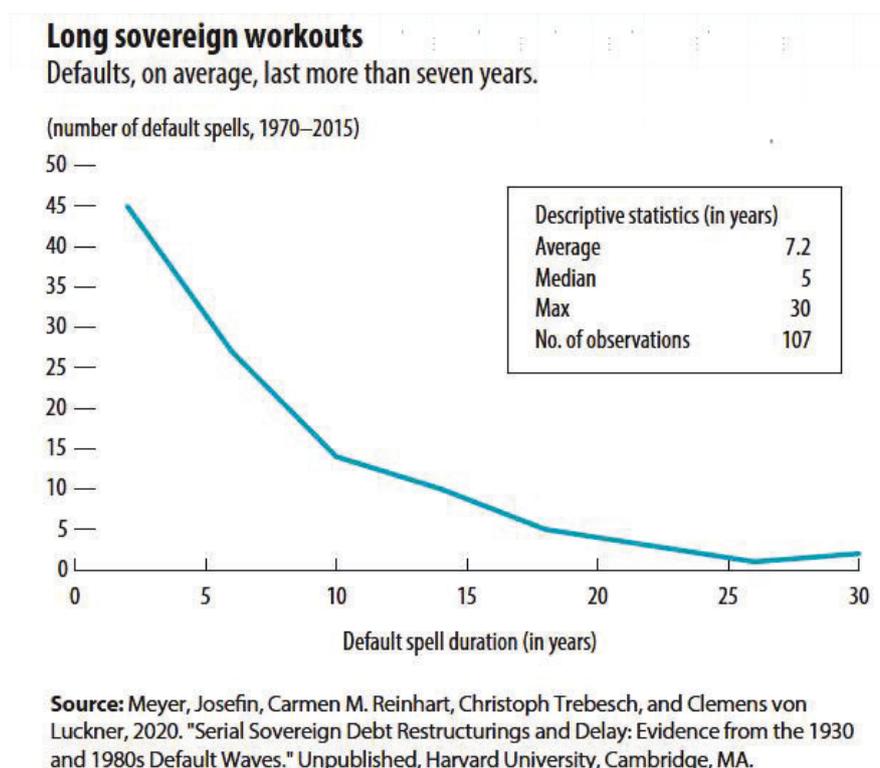
Las experiencias de reestructuración de deuda de Ecuador y Argentina parecen confirmar una norma implícita que se ha dado a lo largo de la historia, de que el Fondo Monetario Internacional, tiene que ser considerado un acreedor de privilegio porque se genera un marco propicio para los actores económicos. Ecuador rediseñó sus pasivos en un marco de acuerdo avanzado con el FMI mientras que Argentina, más allá de contar con el apoyo del organismo financiero multilateral para llegar a un acuerdo con los acreedores privados, al momento de terminarse esta investigación planteó en el G-20 intercambiar su

⁶³ *Ibidem*.

⁶⁴ Demarco, G. (2021). Reestructuración de deuda soberana: aspectos legales. Ábaco.

deuda con el organismo por acción climática, lo que representaría una conversión de la financiación a problemas de balanza de pagos a algo asimilable a bonos “verdes”⁶⁵ o sustentables. Tampoco se obtuvieron los consensos necesarios para aprobar el Presupuesto 2022 (la “ley de leyes”) que puede dificultar acordar un programa con accionistas internacionales que constituyen el fondo.

La propuesta vertida en esta investigación tiene el espíritu de democratizar un proceso de reestructuración de deuda soberana y disminuir la incertidumbre resultante. Esto, mediante la institucionalización en el orden público de las cláusulas de acción colectiva mejoradas para las futuras emisiones de deuda pública de la República Argentina, dado que las experiencias han demostrado su eficacia, logrando una mayor participación de acreedores y una disminución rotunda de los plazos de negociación, pasando de un promedio de varios años a algunos meses, en un contexto desfavorable como es una pandemia.



⁶⁵ Ibidem.

Las CACs mejoradas juegan un papel imprescindible para prevenir los *holdouts*. Si bien la evidencia ha sido la utilización de la opción de dos extremidades y el uso eventual dentro de ciertos límites del recurso de única rama de aplicación uniforme en sucesivas ofertas dentro de la estrategia conocida como “*Pacman*”, la práctica demostró que tanto Ecuador como la Argentina, al menos desde la perspectiva de técnica legal y contractual, aprendieron de los errores del pasado y pudieron valerse de esta cláusula para evitar que los *holdouts* bloqueen la reestructuración y llegar a buen puerto. Por supuesto, para que la reestructuración haya sido efectiva a su vez la propuesta económica debió ser razonable⁶⁶.

Los problemas de coordinación de los acreedores son fuente de pérdidas irre recuperables. Las ingenierías dispuestas en aras de agilizar estos procesos no son sólo en beneficio del deudor soberano sino por el contrario a su vez de todos los acreedores que pueden ver perjudicadas sus acreencias por los acreedores díscolos (Demarco, 2021).

Una regulación que haga vinculante la inclusión de CACs mejoradas en los prospectos de emisión de títulos públicos, que recogen la experiencia de todos los procesos de reestructuración de deuda que se llevaron a cabo, además de despejar la incertidumbre asociada al mecanismo a utilizarse en caso de la reconfiguración de los pasivos, disminuye considerablemente el riesgo de que algunos acreedores logren posiciones de bloqueo. Esto, debido al grado de dificultad añadido incrementando el costo de adoptarlas y que conduce a un aumento en las probabilidades de obtenerse una reestructuración de deuda soberana beneficiosa para el conjunto.

De esta manera, se contribuye a la eficiencia económica evitando costos sociales y pérdidas irre recuperables. Se reducen los costos de transacción de la negociación tornándose la misma más cooperativa, disminuye el oportunismo político, se mejoran fallas de información del mercado de la deuda pública, se internaliza la externalidad negativa eventualmente dañina para la estabilidad financiera internacional, se aumenta la participación de los acreedores, se vislumbra un considerable acotamiento de los plazos necesarios para reconfigurar los valores negociados y se disminuyen con ello ostensiblemente los litigios.

⁶⁶ *Ibidem*.

Las CACs mejoradas han mostrado utilidad para conducir a una reestructuración de deuda soberana y frente al comportamiento oportunista y de espera estratégica de los *holdouts*, aunque no sean una panacea, conseguir el amplio acuerdo necesario para implementar reformas legales reconocidas internacionalmente llevará tiempo y no sabemos si efectivamente ocurrirá. Mientras tanto, dados los inminentes desafíos en la economía global y de la Argentina en particular, es importante que se trabaje en el enriquecimiento de las disposiciones para la reestructuración de la deuda de los soberanos.

7. Bibliografía

- Bradley, M. y Gulati, M. (2014). Cláusulas de acción colectiva para la Eurozona. *Review of Finance*, 18 (6), 2045-2102.
- Baird, D. G., Gertner, R. H., & Picker, R. C. (1998). *Game theory and the law*. Harvard University Press.
- Bulow, J., Reinhart, C., Rogoff, K., & Trebesch, C. (2020). The debt pandemic. *Finance & Development*, 57(003).
- Buchheit, LC y Gulati, GM (2017). Reestructuración de deuda soberana después de NML v Argentina. *Revista de derecho de mercado de capitales*, 12 (2), 224-238.
- Buchheit, L. C., & Gulati, M. (2020). The Argentine collective action clause controversy. *Capital Markets Law Journal*.
- Calabresi, G., & Melamed, A. D. (2018). Property rules, liability rules, and inalienability: one view of the cathedral (pp. 5-44). Routledge.
- Coase, R. H. (1960). The problem of social cost. In *Classic papers in natural resource economics* (pp. 87-137). Palgrave Macmillan, London.
- Cosentino, A. (2017). *Crisis y reestructuración de deuda soberana: una visión sistémica desde la perspectiva de los mercados emergentes*. Eudeba.
- Demarco, G. (2021). Reestructuración de deuda soberana: aspectos legales. Ábaco.
- De la Cruz, A. (2005). Sovereign debt restructurings. *Cross-border Debt Restructurings: Innovative Approaches for Creditors, Corporates and Sovereigns*. London: Euromoney.
- De la Cruz, A., & Lagos, I. (2020). CACs at Work: What Next?. *Available at SSRN*.
- Dumrauf, G. L. (2006). Cálculo financiero aplicado. *Un enfoque profesional*.
- FMI, O. (2020). Perspectivas económicas – Las américas – La persistencia de la pandemia nubla la recuperación.

Guzmán, M., Ocampo, J. A., & Stiglitz, J. E. (Eds.). (2016). *Too little, too late: The quest to resolve Sovereign debt crises*. Columbia University Press.

Haley, J. A. (2014). *Sovereign Debt Restructuring: Old Debates, New Challenges*.

International Capital Market Association. (2014). *Standard Aggregated Collective Action Clauses ('CACs') for the Terms and Conditions of Sovereign Notes*. Zurich: International Capital Market Association.

IMF, O. (2014). *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring*.

IMF, O. (2020). *The international architecture for resolving sovereign debt involving private-sector creditors—recent developments, challenges, and reform options*.

Krueger, A. O. (2002). *A new approach to sovereign debt restructuring*. International Monetary Fund.

Nemiña, P. L., & Val, M. E. (2020). *La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo*.

Olivares-Caminal, R., Douglas, J., Guynn, R., Kornberg, A., Paterson, S., Singh, D., & Stonefrost, H. (2011). *Debt restructuring*. Oxford University Press.

Ranieri, A. M. (2015). *Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada*. *Pensar en derecho*, 4(6), 245-304.

Rey, Luis A. (2018). *Economía y Derecho: homenaje a Eduardo Conesa*. Edición La ley.

Rieznik, P. (1996). *La deuda eterna: el " Plan Brady" o la pequeña historia de una gran entrega*. *Razón y Revolución*, (2).

Rivera, J. C. (2003). *Instituciones de derecho concursal*. Rubinzal-Culzoni Editores.

Stiglitz, J. E. (2017). *La vida después de la deuda: orígenes y resoluciones de las crisis de deuda*. Eudeba.

Stolper, A. E., & Dougherty, S. (2017). *Collective action clauses: how the Argentina litigation changed the sovereign debt markets*. *Capital Markets Law Journal*, 12(2), 239-252.

Stordeur, Eduardo (h.) (2011). *Análisis Económico del Derecho. Una introducción*. 1ª ed.- Buenos Aires: Abelardo Perrot.

Zubiaurr Traverso, L. D. (2019). *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*.

Walker, M., & Chong, A. (2020). *Collective Action Clauses Reexamined: Thank You Argentina*. *Available at SSRN 3666495*.