

Hacia una ley internacional de quiebra soberana

.....
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
DEL SECTOR EXTERIOR
.....

Introducción

En la última década hemos asistido a numerosas crisis financieras internacionales: México a finales de 1994, Sudeste Asiático en 1997, Rusia en 1998, Brasil a principios de 1999, Turquía en 2000 y Argentina en 2001-2002. Todas han estado marcadas por la escasez de financiación pública y algunas han desembocado en impagos soberanos.

A diferencia de las empresas, los Estados no pueden liquidarse, sino que se ven obligados a continuar su actividad y, por tanto, a seguir financiándose. Hoy en día, cuando un Estado se ve incapaz de devolver sus deudas dispone de las siguientes soluciones: declararse insolvente, buscar financiación sin condicionalidad, solicitar nuevos préstamos al FMI o pedir renegociar su deuda en el Club de París o en el de Londres.

En los últimos meses el FMI viene proponiendo reformas que conduzcan a un tratamiento estandarizado de los procedimientos de quiebra soberana, con la idea de evitar comportamientos estratégicos indeseables, resolver ordenadamente los conflictos entre acreedores y garantizar la viabilidad de la economía afectada.

Veamos en primer lugar, cuáles son los problemas de la reestructuración de la deuda, luego los mecanismos actualmente existentes, para finalizar valorando las propuestas de reforma que se están debatiendo.

Problemas típicos de la reestructuración de la deuda

La reestructuración de la deuda es una medida inevitable cuando un país carece de la solvencia

necesaria para atender sus obligaciones financieras. Toda reestructuración da lugar a una serie de problemas característicos, de los que destacamos los siguientes:

- *Problema de coordinación entre acreedores:* todos quieren solucionar el problema, pero ninguno lo hará en solitario. Si pueden, incumplirán los acuerdos de acción colectiva para beneficiarse individualmente (*free-riding*).

- *Problema de liquidez a corto plazo:* incluso en los momentos más difíciles hay que ofrecer una salida a corto plazo. El sistema financiero no puede dejar de funcionar, por mucha crisis que haya.

- *Problema de condicionalidad:* no hay reestructuración creíble sin cambio de políticas. No se debe permitir una reestructuración que no solucione los problemas de fondo.

- *Problema de azar moral:* si la reestructuración no tiene un coste para el país deudor, en términos de sacrificio económico o cambio de políticas, todos querrán acogerse a la renegociación de la deuda. Nadie tendrá incentivos a comportarse de forma prudente. La garantía de la ayuda generará así incentivos inadecuados sobre las políticas económicas.

- *Comportamientos estratégicos por parte de deudores o acreedores:* en ausencia de una regulación que dé el mismo trato a todos los acreedores, se pueden producir comportamientos estratégicos no siempre deseables. (Recuadro 1).



EN PORTADA

Club de París y Club de Londres

Veamos a continuación cuáles son los procedimientos actualmente existentes para la reestructuración de la deuda soberana, que básica-

RECUADRO 1
COMPORTAMIENTOS ESTRATEGICOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE DEUDA:
Compras anónimas y «fondos buitres»

Los mercados secundarios son un fiel reflejo de las expectativas de cobro de la deuda de un país. Es habitual que la deuda de países con problemas cotice con un fuerte descuento. En los peores momentos de la crisis de la deuda de los años 80, algunas emisiones llegaron a tener descuentos superiores al 90 por 100. Es decir, resulta posible adquirir deuda con un valor facial de 100 pagando sólo 10. Esto puede dar lugar a comportamientos estratégicos como los siguientes:

- Para un país emisor resulta muy atractivo recomprar su deuda por un importe tan reducido. Pero debe hacerlo sigilosamente; si los mercados tienen conocimiento de que un Estado quiere comprar su deuda, rápidamente se reducirá el descuento y subirán los precios de la deuda. La ganancia esperada en la recompra se habrá reducido sustancialmente. Se supone que algunos Estados consiguieron recomprar buena parte de su deuda a precios de «ganga» mediante compras en pequeños lotes y con intermediarios anónimos.
- Un comportamiento estratégico especialmente repudiable es el de los denominados «fondos buitres». Se trata de instituciones financieras que compran deuda soberana de países con graves problemas. Estas compras se hacen a bajos precios, aprovechando los fuertes descuentos del mercado. Una vez comprados los títulos, los «fondos buitres» reclaman judicialmente al Estado la devolución completa del principal y los intereses. El Estado deudor se así presionado a pagar: por un lado querrá evitar los elevados costes judiciales y por otro no querrá dejar de pagar, por el efecto contraproducente que un único caso de impago tendría sobre emisiones futuras. Por el momento, no existe ningún mecanismo internacional para evitar este tipo de prácticas.

mente son el Club de París y el Club de Londres.

El *Club de París* se remonta a 1956, cuando Argentina renegocia en esta ciudad la deuda que mantenía con diversos Estados. Hoy en día, el Club de París (1) está formado por 19 países acreedores, conocidos como miembros (2). Las reuniones son presididas por un representante del Tesoro francés. Otros acreedores públicos pueden también participar (3) en las reestructuraciones si son aceptados por los miembros y por los países deudores. En el Club de París sólo se renegocia deuda soberana bilateral contraída con acreedores públicos a medio o largo plazo y concedida con anterioridad a una fecha tope. La renegociación puede dar lugar a tres tipos de medidas: reescalonamiento de los pagos, quitas sobre el *stock* o conversión de deuda por otros activos. Desde su creación, el Club de París ha albergado más de 300 acuerdos de reestructuración de la deuda que afectaron a casi 80 países deudores.

Las negociaciones del Club de París siguen los siguientes principios:

1. *Negociación caso por caso.*
2. *Consenso* de los países acreedores.
3. *Condicionalidad:* la reestructuración no se aplica más que a los países que siguen un programa de saneamiento económico auspiciado por el FMI.

(1) www.clubdeparis.org

(2) Todos los de la UE-15 (salvo Portugal, Grecia y Luxemburgo), Australia, Noruega, Suiza, Japón, Canadá, Estados Unidos y la Federación Rusa.

(3) Así, otros países acreedores que han participado puntualmente han sido Abu Dhabi, Africa del Sur, Argentina, Brasil, Corea, Israel, Kuwait, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Portugal, Trinidad y Tobago y Turquía.

4. *Solidaridad* entre los acreedores, que se comprometen a cumplir los acuerdos alcanzados

5. *Tratamiento comparable:* el país deudor que alcanza un acuerdo de reestructuración de su deuda en el Club de París se compromete a buscar un tratamiento comparable al resto de acreedores con los que renegocie su deuda. La única excepción son los créditos a las instituciones financieras multilaterales (FMI o Banco Mundial, por ejemplo, que nunca reestructuran los créditos que conceden). Por regla general otros acreedores públicos suelen negociar tomando como referencia los términos del Club de París, mientras que los acreedores privados pueden llegar a acuerdos dispares.

Asimismo, desde los años 70 la deuda soberana contraída con acreedores privados, generalmente grandes bancos internacionales fue renegociándose en el denominado *Club de Londres*. Con el tiempo este foro *ad hoc*, ha ido convocándose en numerosas ocasiones en Londres, Nueva York, París u otros centros financieros. Cada vez que un país solicita a sus principales acreedores privados una reestructuración, se convoca el Club para ese caso y se forma un Comité Consultivo presidido por alguna institución financiera de renombre internacional. También están representadas otras empresas acreedoras. En los últimos años además se viene incluyendo a fondos de inversión con carteras de deuda soberana internacional.

La única limitación para renegociar la deuda en este foro informal es el compromiso contraído por el Estado deudor de buscar un tratamiento comparable al alcanzado en el Club de París. Pero no es necesario que se haya alcanzado un



EN PORTADA

acuerdo en el Club de París, ni que ni siquiera se hayan iniciado negociaciones o que se haya aprobado un plan de estabilización del FMI. Los acuerdos alcanzan a las partes que negocian y no se extienden a otros acreedores no representados.

Propuestas de reforma: ley internacional y cláusulas de acción colectiva

Muchos economistas señalan que los dos foros actualmente disponibles para la reestructuración de la deuda soberana no cubren todos los problemas típicos de la reestructuración de la deuda.

Así, el Club de París resuelve el problema de la condicionalidad y del azar moral de una forma satisfactoria. El FMI no interviene directamente en la renegociación, pero no hay renegociación sin un plan de viabilidad del FMI. De esta forma, se separan adecuadamente las políticas de préstamos y de reformas de la de reestructuración de la deuda.

El problema de la liquidez a corto plazo también se trata de forma adecuada en el Club de París: las negociaciones del Club de París no suponen ninguna traba al acceso a nueva financiación, ni por parte del FMI, ni por parte de otros prestamistas, al fijarse un compromiso de no renegociación de la deuda posterior a la fecha tope.

Sin embargo, el Club de París sólo da solución a los problemas de *free-riding* y comportamientos estratégicos entre acreedores públicos, pero no entre acreedores privados. El principio de *trato comparable* que debería respetar el Club de Londres resulta excesivamente voluntarioso. La principal dificultad en las reestructuraciones de deuda soberana es hoy por hoy, el tratamiento a los acreedores privados.

De ahí que hayan surgido numerosas propuestas de reforma. Básicamente se distinguen dos grandes tipos de propuestas, las basadas en una ley internacional y las que pretenden la generalización de las cláusulas de acción colectiva en las emisiones de deuda.

Las cláusulas de acción colectiva impiden que los tenedores de deuda puedan ejercer acciones

contra el deudor, en caso de impago, salvo cuando se reúna a una mayoría suficientemente amplia de tenedores. Las cláusulas privadas son muy corrientes en las emisiones del mercado de Londres, pero no en las realizadas en EEUU. Los principales problemas para la aplicación de este tipo de cláusulas son:

- No se pueden aplicar a emisiones ya existentes.
- La introducción de una cláusula de reestructuración puede ser interpretada como una señal de debilidad que afecte negativamente a la colocación. Algunos estudios (4) han señalado que para los emisores con buena reputación, la introducción de las cláusulas abarata la financiación, mientras que para emisores con mala reputación, las encarece aún más.
- Las cláusulas de acción colectiva pueden ser interpretadas de forma diferente en diferentes jurisdicciones.
- Las cláusulas están especialmente diseñadas para bonos, pero no para otras formas de financiación.

El segundo tipo de propuestas es el que se basa en la aprobación de un acuerdo internacional sobre quiebra soberana. Los elementos básicos de esta ley son los mismos que los vistos hasta ahora: requisito de mayoría e interrupción de acciones individuales.

Las principales ventajas de esta opción frente a las cláusulas de acción colectiva son:

- Afecta a todo tipo de títulos y no sólo a los bonos.
- Se puede aplicar a deuda ya existente.

De todas las propuestas actualmente en debate, la más conocida es la del FMI, a través de su Primera Subdirectora Gerente, Anne Krueger (Recuadro 2). Anne Krueger opta por la vía de un foro internacional, independiente del FMI. Insiste en que no se trata de aumentar las competencias del FMI. Antes bien, hay que garantizar la independencia de la política de concesión de créditos del FMI y la de reestructuración de deudas del nuevo foro.

(4) EICHENGREEN, Barry y MODY, Ashoka (2000): *Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?*, NBER, Papeles de trabajo 7458.



EN PORTADA

RECUADRO 2
LA PROPUESTA DE ANNE KRUEGER (2002)

Los mercados secundarios son un fiel reflejo de las expectativas de cobro de la deuda de un país. Es habitual que la deuda de países con problemas cotice con un fuerte descuento. En los peores momentos de la crisis de la deuda de los años 80, algunas emisiones llegaron a tener descuentos superiores al 90 por 100. Es decir, resulta posible adquirir deuda con un valor facial de 100 pagando sólo 10. Esto puede dar lugar a comportamientos estratégicos como los siguientes:

Anne Krueger (2001), primera subdirectora gerente del FMI desde septiembre de 2001, se ha hecho eco de numerosas voces de dentro del FMI que venían proponiendo una ley internacional de quiebra soberana. La propuesta de A. Krueger contiene los siguientes elementos:

- Creación de un foro de resolución de disputas sobre estructuración de la deuda soberana. Este foro trabajaría independientemente del FMI, sin interferir con la política de préstamos del FMI.
- La iniciativa para la reestructuración parte del país deudor. Una vez aceptada la solicitud se interrumpen todos los litigios que pudieran estar en marcha.
- El foro estaría constituido por 21 personalidades, de reconocido prestigio y experiencia en la materia. La elección de estos miembros se realizaría en cinco fases.
 1. Cada país miembro del FMI propone un candidato
 2. La Junta Directiva del FMI escoge 21 miembros, con un mandato de 4 ó 5 años.
 3. La Junta de Gobernadores aprueba o rechaza la elección.
 4. Los 21 miembros seleccionados eligen un Presidente.
 5. Cuando el foro acepte abrir una renegociación, el Presidente nombra a 3 miembros para trabajar en el caso.
- El foro actúa de la siguiente forma:
 1. Recibe las solicitudes de reestructuración de los países deudores con problemas de pagos.
 2. Notifica a todos los deudores que el país deudor ha solicitado una reestructuración.
 3. Controla que no existan comportamientos estratégicos y que la solicitud de reestructuración de la deuda se deba a causas reales.
 4. Notifica los plazos y mecanismos de votación a todos los acreedores, sin distinción de tipo de título de deuda. Se exigiría una mayoría para poder aplicar una quita por igual a todos los acreedores, sin distinción del título.
 5. Diseña mecanismos para garantizar que la nueva financiación posterior a la reestructuración no sea reestructurada.
 6. Debe asegurar que el deudor pone en marcha políticas económicas sostenibles. Este punto es especialmente importante, porque el foro no es el organismo adecuado para el diseño de dichas políticas. Esto hace pensar, de nuevo, en que el foro no actuaría sin un plan de estabilización auspiciado por el FMI. La supuesta independencia entre el foro y el FMI se vería así en entredicho.
 7. Valora las garantías que puedan tener determinados títulos, en caso de litigio.

Fuente: Anne Krueger. Sovereign Debt Restructuring and Dispute Resolution. Conferencia en el Encuentro Anual del Comité de Bretton Woods. Washington DC, 6 de junio de 2002.



EN PORTADA

La propuesta del FMI no es incompatible con la generalización de las cláusulas de acción colectiva. De hecho, se argumenta que la disciplina impuesta por una ley creíble, serviría para fomentar el uso de las cláusulas privadas.

Los elementos que por el momento, no están del todo perfilados en la propuesta de Anne Krueger son los siguientes:

- ¿Qué papel desempeñaría el Club de París en esta nueva institución?
- ¿Bajo qué criterios se aceptaría la solicitud de reestructuración?
- Si el foro es completamente independiente del FMI en su funcionamiento, ¿cómo garantizar que el país adopta políticas viables que mejoren la situación.
- ¿Qué tratamiento dar a los acreedores no extranjeros?

Conclusiones

Las propuestas en debate para la mejora de los procedimientos de reestructuración de la deuda soberana son positivos, en la medida que den solución a los problemas actualmente existentes en los procesos de reestructuración.

Pero no debemos olvidar que este tipo de medidas son sólo un elemento de resolución de crisis. La nueva arquitectura financiera internacional que se ha ido configurando en estos últimos años ha puesto de relieve la necesidad de políticas preventivas. Se trata, por lo tanto, de garantizar la financiación a corto plazo de aquellos países con políticas sanas, así como mejorar los sistemas de calificación de riesgos, de detección temprana de dificultades y el fomento de la transparencia en la ejecución de las políticas.