

# Asuntos inconclusos

## *en el diálogo internacional*

# sobre la deuda

---

**Barry Herman**

*Jefe, Análisis de Políticas  
y Desarrollo,  
Subdivisión de Finanzas  
y Desarrollo,  
Departamento de Asuntos  
Económicos y Sociales,  
Naciones Unidas  
herman@un.org*

Desde noviembre de 2001 hasta abril de 2003 el Fondo Monetario Internacional (FMI) debatió una propuesta radical para manejar la deuda externa de los países insolventes de economías en desarrollo y economías en transición, denominada mecanismo de reestructuración de la deuda soberana. Aunque la propuesta fue rechazada, se están introduciendo en los contratos de bonos soberanos nuevas cláusulas de acción colectiva con miras a encarar algunas de las dificultades existentes para reestructurar la deuda en bonos. Además, el FMI está desarrollando un enfoque pragmático y ecléctico para evaluar la sostenibilidad de la deuda, que sea útil tanto para los gobiernos como para los acreedores. Sin embargo, muchos de los problemas que plantea la reestructuración de la deuda soberana siguen en pie. Este artículo sugiere reformas específicas y algunas maneras de examinarlas.

## I

## Introducción

A mediados de 2003 se hizo sentir un nuevo clima de calma en los mercados internacionales de deuda de las economías emergentes. Esa calma se manifestó, en la primera mitad del año, en precios internacionales ascendentes de los bonos soberanos de tales economías y en buenas ventas de las nuevas emisiones de bonos, en particular de Brasil y México, así como en el éxito de la oferta de canje de bonos hecha por Uruguay. El extremo nerviosismo anterior de los mercados había sido detonado por dos hechos ocurridos en 2001: por una parte, el incumplimiento de pagos en que cayó Argentina, el mayor que ha habido hasta la fecha, y el temor de que esto contagiara a otros países y, por otra, la propuesta formulada en noviembre por Anne Krueger, Subdirectora Gerente del FMI, a fin de crear un nuevo régimen internacional para los países insolventes que ya no podían hacer frente al servicio de su deuda externa.

Tanto la propuesta del FMI como la crisis argentina fueron interpretadas por los mercados financieros como un mensaje de que el Fondo y los principales países industrializados estaban imponiendo claros límites a su disposición de extender la liquidez internacional a las economías emergentes en caso de producirse una crisis en su balance de pagos. Se podrían seguir destinando cuantiosos recursos a apoyar reformas de política en países que, según se estimaba, cooperaban para la resolución de sus dificultades, especialmente si estaba en juego la seguridad mundial, como había ocurrido con Turquía en ese mismo lapso. Sin embargo, aun en situaciones delicadas en materia de seguridad, la cesación de pagos debía considerarse una posibilidad real, como mostró la crisis de Rusia en 1998. Por lo tanto, lo que en esencia proponía el FMI era que si de todos modos iba a haber incumplimientos de pago, sobre todo teniendo en cuenta que se limitarían

los esfuerzos financieros destinados a impedirlos, era necesario contar con un mejor mecanismo para la reestructuración de la deuda.

De hecho, ya ha habido algunos modestos cambios, aceptados tanto por los mercados financieros internacionales como por los países emisores, en cuanto al tratamiento que se dará en el futuro a la insolvencia de países soberanos. Dichos cambios responden a ciertas preocupaciones acerca de la manera de reestructurar la deuda externa en bonos de los países en crisis, aunque algunos participantes en el mercado consideran probable que esas preocupaciones hayan sido de carácter puramente teórico. En este trabajo sostendremos que las modificaciones efectuadas dejaron sin resolver las preocupaciones básicas que tornaban tan importante la propuesta del FMI: su reconocimiento implícito de que la política internacional de asistencia a los países insolventes debía incluir necesariamente una reestructuración adecuada, oportuna y justa de su deuda externa. Lo difícil es imaginar cómo lograrlo.

Por el momento, los mercados financieros internacionales han dejado de lado la preocupación de que algo les falta a los mecanismos internacionales que se ocupan del problema de la deuda, ya que las perspectivas de las economías emergentes, tal como se presentan en 2003, les parecen cada vez más favorables.<sup>1</sup> Si bien en el momento de escribir esto (agosto de 2003) la situación de la deuda argentina aún no se había resuelto, la economía del país había comenzado a recuperarse gracias a la aplicación de políticas macroeconómicas más eficaces. Y lo que es tal vez más significativo, el mercado ya no temía en ese momento que otros grandes deudores soberanos pretendieran reestructurar nuevamente su deuda. Dicho de otro modo, el cambio de gobierno en Brasil había tenido lugar sin dificultades y la propuesta del Fondo para efectuar una reforma radical del proceso de alivio de la carga de la deuda no logró el amplio apoyo indispensable para ponerla en práctica.

□ Este artículo expresa las opiniones del autor y no necesariamente las de las Naciones Unidas. En él se prosigue un análisis originalmente preparado para la reunión técnica del Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro para Asuntos Monetarios Internacionales —Grupo de los 24—, realizada en Puerto España el 13 y 14 de febrero de 2003 (véase Herman, 2003). El autor agradece los comentarios de los participantes en dicha reunión, que contribuyeron a dar forma a este trabajo, así como los de un juez anónimo sobre un borrador anterior.

<sup>1</sup> Pese a ello, los expertos en mercados financieros suponen que los países en desarrollo sólo experimentarán en 2003 un aumento neto apenas modesto en los flujos de capital (Instituto de Finanzas Internacionales, 2003).

En verdad, la propuesta del FMI generó fuerte oposición entre los gobiernos de los países en desarrollo, sobre todo los latinoamericanos, así como en los mercados financieros que realizan importantes operaciones de préstamo en la región. El gobierno de los Estados Unidos dio el golpe de gracia a la propuesta en la reunión del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI, cuando desistió de apoyar cualquier actividad ulterior en la materia. No obstante, la política económica establecida como reacción ante la cesación de pagos no ha cambiado en absoluto, y los mecanismos existentes de renegociación de la deuda siguen constituyendo un conjunto caprichoso de procesos no necesariamente coherentes. Si la propuesta del Fondo no era la forma adecuada de alcanzar el resul-

tado deseado, tampoco lo fueron los modestos cambios que se han introducido.

En el análisis que sigue procuraremos esbozar las características esenciales de la cesación de pagos de la deuda externa soberana (sección II) y los motivos por los cuales la reestructuración de la deuda es siempre difícil (sección III). Más adelante (sección IV) discutiremos la propuesta del FMI y sus fallas. Describiremos (sección V) los cambios introducidos en 2003 en materia de reestructuración de los bonos soberanos y las numerosas preguntas importantes que estos dejaron sin respuesta. Por último, sugeriremos (sección VI) de qué manera puede establecerse un proceso más adecuado, oportuno y justo para reestructurar la deuda externa de los países en crisis.

## II

### La insolvencia y la naturaleza de las intervenciones en la política económica

Toda crisis de la deuda implica un fracaso. Los prestatarios se han comprometido solemnemente, por contrato, a reembolsar con intereses los préstamos recibidos según un plan de pagos preestablecido. La cesación de pagos constituye una violación a ese contrato. Los activos prendados pueden cubrir, en mayor o menor medida, las obligaciones del deudor, pero cualquier préstamo de cobro dudoso, como los que se le hacen a un país, deja a los acreedores totalmente expuestos a perder lo que prestaron. ¿Qué pueden o deben hacer para recuperar sus fondos? ¿Por qué normas deben regirse, y quién o quiénes serán los encargados de elaborar esas normas?

En el siglo XVIII, tanto en Europa como en Estados Unidos, los que no cumplían con sus deudas iban a prisión. Habitualmente esto en nada ayudaba a que los prestamistas recuperaran su dinero, pero al menos, se creía, desalentaba ulteriores incumplimientos. Las duras condiciones de la cárcel eran la estrategia suprema para enfrentar el “riesgo moral” de que las personas contrajeran deudas excesivas sin tener debidamente en cuenta su obligación de reembolsarlas. Sin embargo, con la difusión de las sociedades de responsabilidad limitada como forma de actividad comercial, los acreedores de las empresas morosas sólo podían recoger los activos residuales de la compañía insolvente para cubrir

sus préstamos de cobro dudoso. No podían tocar los bienes personales de los dueños o gerentes de dichas sociedades ni enviar a sus integrantes a la cárcel, por más que las empresas insolventes desaparecieran. Esto cercenaba en la práctica los derechos de los acreedores a recuperar su dinero, con lo cual se fomentó la gran acumulación de fondos necesarios para las empresas que se convertiría en la espina dorsal de la industrialización del mundo hoy desarrollado.

La insolvencia de una compañía implicaba su muerte segura, lo cual representaba sin duda una solución demasiado drástica, hasta que cobró forma una nueva idea. A veces era posible reestructurar la empresa bajo supervisión judicial, pero de modo tal que el deudor en posesión pudiera salvarla, protegiendo así lo reclamado por sus acreedores —y los puestos de trabajo de su personal— en mayor medida que si la cerrara, la disolviera y vendiera sus activos. En el siglo XIX, este método comenzó a utilizarse como práctica de emergencia en Estados Unidos ante la cesación de pagos de las empresas ferroviarias y más adelante fue reglamentado en el célebre Capítulo XI del código de quiebras de los Estados Unidos.<sup>2</sup> La historia de

<sup>2</sup> Véase Bolton (2002).

las cesaciones de pagos de los países prestatarios es de más antigua data todavía que la de las empresas, y en todos los casos fueron necesariamente motivo de una reestructuración de su deuda.<sup>3</sup> En la actualidad, las quiebras personales dan origen también a una reestructuración, puesto que los deudores ya no son enviados a prisión.

En todos los casos en que se aplica la reestructuración de la deuda, ya se trate de personas, empresas o países soberanos, el objetivo es ayudar a la entidad en bancarota a comenzar de nuevo, sacrificando de los reclamos de los acreedores lo que sea suficiente, pero no más de lo que sea necesario. Por supuesto, lo difícil es establecer dónde se trazará la línea divisoria. Debe obrarse de manera tal que, luego de la reestructuración, el deudor sobreviva y, en circunstancias normales y con una administración sólida, no necesite posteriormente medida alguna de alivio. Conceptos vinculados a la justicia social limitan el grado en que los acreedores pueden aproximar a los deudores a una supervivencia mínima; por ejemplo, en las quiebras personales ya no se permite que los deudores tengan que pagar la deuda con trabajos forzados (en la práctica, una forma de esclavitud temporaria). Ahora bien: ¿es correcto que el deudor “prospera” sobre la base de las pérdidas del acreedor? En el caso de la quiebra de un país soberano, la respuesta es afirmativa. Los países pobres, en particular, pueden tener la oportunidad de convertirse en países ricos aun cuando en algún momento del reembolso de sus préstamos incurran en cesación de pagos y deban reestructurar su deuda. Al menos, éste es un principio general que se da por sentado.

En los casos de insolvencia de personas y de empresas, el encargado de supervisar la renegociación de la deuda es el sistema judicial del país en cuestión, ya que los préstamos son contratos legales sujetos a la administración de justicia. En nuestra época, esto brinda a los deudores cierta tranquilidad, dado que los tribunales operan de acuerdo con los mecanismos legales y políticos del Estado y se presume que aplicarán en sus decisiones los principios constitucionales y las normas sociales. En el caso de incumplimiento de sus obligaciones externas por parte de un país soberano, el primer problema radica en que no existe ningún tri-

bunal internacional que supervise el proceso y asegure que éste sea “justo” de acuerdo con alguna clase de derecho internacional.

El segundo problema de la cesación de pagos de países soberanos deriva, asimismo, de la ausencia de un tribunal de quiebras internacional. La mayoría de los deudores tiene obligaciones con muchos acreedores, cada uno de los cuales puede incluso ignorar la existencia de los demás o las sumas que se le deben a cada cual o a todos ellos en su conjunto. Un tribunal de quiebras permite reunir a todos los acreedores y organizar sus negociaciones conforme a los principios y procesos estipulados en la legislación sobre quiebras pertinente.

En el caso de los países soberanos en cesación de pagos, sólo una comprensión política de la situación puede determinar el monto y distribución de las medidas para el alivio de la deuda, y las negociaciones se organizan de acuerdo con prácticas informales *ad hoc*. Las deudas con los grandes países acreedores se reestructuran en el Club de París, donde aquellos están representados principalmente por sus organismos de créditos para la exportación. Los miembros del Club de París determinan entre ellos (en consulta con el FMI) las condiciones que pueden ofrecerle al país deudor, y luego presionan a este para que consiga condiciones similares tanto de los acreedores oficiales que no forman parte del Club de París como de los prestamistas privados —en la mayoría de los casos, las instituciones multilaterales no participan en la reestructuración de la deuda—. Las deudas con los bancos comerciales se renegocian, por lo común, con un comité asesor, el Club de Londres, que alcanza un acuerdo provisional con el país en cuestión y luego lo somete a la aprobación de los bancos acreedores. Las deudas en bonos internacionales han sido siempre las más difíciles de reestructurar, y a ellas han apuntado las recientes reformas de política, con el objeto de que llegar a acuerdo sea más fácil que en el pasado (véase *infra*).

Cada miembro de cada uno de los principales grupos acreedores, así como otros acreedores (por ejemplo, los proveedores del Estado), pretenden maximizar el reembolso de su préstamo respectivo, aunque sea a expensas de los demás acreedores. Sin embargo, los grupos de acreedores oficiales y bancarios, del mismo modo que los tenedores de bonos según las nuevas reformas, pueden imponer a los integrantes de sus respectivos grupos cierta disciplina, ya sea por vía de un contrato o mediante presiones informales. No existe ningún mecanismo formal que asegure que el sacrificio de todos los grupos de acreedo-

<sup>3</sup> Se ha dicho que las relaciones entre los países soberanos y sus acreedores han sido un factor importante en el desarrollo de la “civilización occidental”; por ejemplo, se argumentó que fueron un elemento determinante en el crecimiento de la democracia (Schultz y Weingast, 2003; Macdonald, 2003).

res sea similar o apropiado, o que el alivio general obtenido sea suficiente para alcanzar el presunto objetivo común: que la deuda remanente no impida al país en cuestión desarrollar su economía.

Por lo general, como parte de su compromiso con los países que atraviesan una crisis de la deuda, el FMI coordina informalmente la labor de los acreedores y evalúa la suficiencia del alivio proporcionado; pero en el plano nacional un tribunal de quiebras se guiaría por pautas y precedentes legales, mientras que los funcionarios del Fondo se atienen a pautas políticas establecidas en el nivel ministerial por su Comité Monetario y Financiero Internacional y en el nivel operativo por su Directorio Ejecutivo. Por otra parte, el programa general de pagos de cada país deudor debe ser aprobado por el Directorio Ejecutivo, el cual supervisa también su implementación. Dicho de otro modo, en lugar de regirse por un enfoque legal/judicial, el FMI adopta un enfoque político, y la influencia política relativa de diversos países en el Directorio Ejecutivo refleja la magnitud de sus aportes al Fondo.

Además, el FMI presenta otra diferencia importante con un tribunal: no es una parte neutral en el asunto de que se trata. Es también un acreedor; más aun, es un "acreedor privilegiado" al que debe pagársele antes que a los demás. Se dice que los principales accionistas de las entidades que son acreedores privilegiados (fundamentalmente el Fondo, el Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo) no se oponen a que esas entidades les presten a los países en crisis en situaciones en las que otros acreedores no lo harían, debido a que tienen la seguridad de ser las primeras en cobrar. Así, cuando el FMI negocia un programa de ajuste con un país en cesación de pagos, todos los acreedores saben que procurará asegurarse de que éste tenga un flujo suficiente de fondos en moneda fuerte para atender los préstamos pendientes de aquel y de los demás acreedores privilegiados. El *quid pro quo* reside en que, de hecho, estos acreedores multilaterales conceden préstamos nuevos, y quienes han quedado sin cobrar presionarán para que dichos préstamos sean lo más cuantiosos que resulte posible, lo suficiente para que constituyan una "operación de salvamento" y anulen las posibles pérdidas de los acreedores privados.

Por consiguiente, el monto que se requiere para aliviar la deuda (y, por cierto, su escalonamiento a lo largo del tiempo) depende en parte de nuevos préstamos del Fondo y otros acreedores multilaterales, para

no mencionar los préstamos y subsidios bilaterales acordados con distintos organismos de los mismos países que negocian dicho alivio en el Club de París. Depende, asimismo, de otros flujos de fondos hacia y desde el país en crisis, del tipo de cambio vigente, de las metas establecidas para el balance comercial de bienes y servicios y la situación fiscal, y al mismo tiempo, del aumento del producto y el ingreso. Cabe imaginar que se establece un proceso iterativo, coordinado por el FMI en el que intervienen el país deudor, sus acreedores oficiales multilaterales y bilaterales (incluido el Fondo como prestamista), así como los diversos grupos de acreedores oficiales y privados con quienes ha habido incumplimiento; y que en ese proceso se analizan (aunque no en forma simultánea) diversos conjuntos de políticas macroeconómicas nacionales, nuevos compromisos financieros y disposiciones para el alivio de la deuda, hasta fijar un conjunto de medidas coherentes que sean aceptadas, al menos, por los principales partícipes. Estas medidas reflejarán la capacidad negociadora de cada grupo y no serán necesariamente óptimas desde la perspectiva de cada uno, y mucho menos de la población del país en crisis, la que deberá soportar el peso del ajuste económico que acompañará la renegociación de la deuda.

En verdad, los habitantes del país en cuestión son probablemente los menos consultados para establecer tales medidas, y esto ha hecho que importantes coaliciones de organizaciones no gubernamentales que operan en países muy endeudados exijan reemplazar el método actual por un "proceso de arbitraje justo y transparente".<sup>4</sup> Sí, pero el arbitraje es un tipo de proceso legal para la resolución de diferendos, por ejemplo, en un tribunal de quiebras, y esto deja en pie la cuestión de saber qué directivas seguirán los árbitros, y quién o quiénes fijarán, supervisarán y revisarán tales directivas a lo largo del tiempo. En el plano nacional, la respuesta a tales interrogantes está en la legislatura, pero en el plano internacional está en los tratados suscritos por los países, así como en las estipulaciones de los propios contratos de préstamo.

<sup>4</sup> Se encontrará una exposición detallada de este punto de vista en Fritz y Hersel (2002). Entre sus principales defensores se cuentan Jubilee Research (New Economics Foundation), Jubilee Germany (*erlassjahr.de*), Cooperación Internacional para el Desarrollo y la Solidaridad (CIDSE), Caritas Internationalis y otras entidades (una importante tarea pionera y sostenida es la que ha llevado a cabo al respecto Kunibert Raffer en la Universidad de Viena).

### III

## Los enigmas analíticos de la sostenibilidad de la deuda

El conjunto de medidas destinadas a aliviar la carga de la deuda ¿podría establecerse mediante un análisis desapasionado y no mediante una negociación? La respuesta es negativa. Haya o no un conjunto “óptimo” de medidas, no hay manera de determinar *a priori* cuáles serían. La experiencia recogida por el Fondo y el Banco Mundial a lo largo de los años en su intento por establecer cuánto alivio de la deuda se requiere en el caso de los países pobres muy endeudados (a los que en adelante llamaremos PPME) ilustra este problema: aun en estos casos más simples desde el punto de vista financiero, en que casi toda la deuda ha sido contraída con organismos oficiales, gran parte del análisis y por ende de las decisiones adoptadas, es materia opinable. En tales circunstancias, las decisiones deben alcanzarse ineludiblemente mediante una negociación. Los deudores procuran que se les dé el mayor alivio posible, y los acreedores —incluso los oficiales, de quienes podría haberse esperado que enfocaran la situación con la perspectiva amplia del desarrollo, teniendo en cuenta que las sumas en juego son relativamente pequeñas— tratan de conceder lo menos posible.

Antes de la iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados (Iniciativa PPME), los países acreedores sólo aceptaban lentamente y a regañadientes la necesidad de acordar una reducción cada vez mayor del monto de la deuda de los PPME para con ellos, mientras ni siquiera se contemplaba la posibilidad de reprogramar —no hablemos ya de reducir— los préstamos multilaterales. En 1996, el Fondo y el Banco Mundial lanzaron la mencionada Iniciativa, que por fin exigió a los países acreedores encarar esta cuestión esencial: qué monto de la deuda de los PPME debía recortarse a fin de que ella se volviera “sostenible”, en el entendido de que para quizá unos cuarenta países deudores esto habría de significar una enorme disminución de sus obligaciones con los países acreedores, así como una reducción de las que tenían con las instituciones multilaterales y todos los otros acreedores.<sup>5</sup>

Por motivos políticos, las pautas sobre el alivio que podía darse a cada país debían ser relativamente simples y semejantes para los distintos países. Así pues, la Iniciativa PPME fijó reglas prácticas sobre cuáles debían ser, luego de las medidas de alivio, los indicadores de deuda y macroeconómicos fundamentales. El principal indicador era que, luego de la reducción de la deuda de cada PPME, ésta debía bajar a una cifra que rondara entre el 200% y el 250% de sus exportaciones. La Iniciativa había planeado un período de hasta seis años para la reforma y seguimiento de las políticas del país, y que en un punto de referencia intermedio denominado “punto de decisión” se calcularían las medidas de alivio que se brindarían en el “punto de completamiento”. En la forma original de la Iniciativa se estipulaba que en el punto de decisión el Fondo y el Banco harían un pronóstico del coeficiente deuda/exportación correspondiente al punto de completamiento y, por ende, qué monto de alivio debía suministrarse para alcanzar la meta establecida. Con la Iniciativa reforzada para los PPME, consolidada en 1999, se modificó tanto el coeficiente fijado como meta cuanto la manera de calcularlo. El coeficiente se redujo al 150%, con el argumento de que los PPME necesitaban un “amortiguador apropiado”. Dejando de lado las explicaciones de la medida, con ella se admitía que cualquier coeficiente más alto constituía una subestimación del monto del alivio necesario. Además, en lugar de tomar los datos correspondientes al punto de decisión como un pronóstico, se los utilizaría a fin de evaluar el alivio indispensable para cumplir con la meta. Presumiblemente, de este modo se pensaba evitar pronósticos demasia-

---

*como parte de una estrategia más amplia para alcanzar la sostenibilidad a largo plazo*; en la primera formulación de la Iniciativa por parte del Fondo y el Banco Mundial, en 1996, el objetivo era ‘reducir la deuda a niveles sostenibles, dando así al proceso de reprogramación una *estrategia de salida duradera*’; en un trabajo del Fondo y del Banco dado a conocer en 1998, era ‘brindar una *salida sólida* para la reprogramación y *lograr la sostenibilidad de la deuda*’; por último, en la Iniciativa reforzada dada a conocer en 1999, se hablaba de ‘la *salida permanente* del proceso de reprogramación y la *salida clara* de una deuda insostenible’ (Banco Mundial, 2003, p. 12). Las cursivas son del original; las citas entre comillas simples fueron traducidas del inglés.

---

<sup>5</sup> En los trabajos analíticos preliminares de la Iniciativa PPME, realizados en 1995, se mencionaba que su objetivo era ‘reducir la deuda

do optimistas. Por otra parte, el monto máximo del alivio podría elevarse en el punto de completamiento si se veía que la situación de endeudamiento del país había cambiado “fundamentalmente” entre el punto de decisión y el de completamiento (por ejemplo, si en caso de no hacerlo el coeficiente deuda/exportación posterior a las medidas de alivio sería significativamente superior a la meta).

Pero antes de poder medir realmente ese indicador deuda/exportación, en apariencia tan simple, había que especificar otros factores. En primer lugar, como se propuso en la Iniciativa reforzada, el denominador del cociente debía ser el valor de las exportaciones en el punto de decisión. Uganda, el primer país que reunió los requisitos para recibir las medidas de alivio destinadas a los PPME, se quejó de que, como los precios de sus exportaciones se hallaban en el nivel máximo del ciclo, con ese cálculo el alivio que recibiría sería insuficiente, y solicitó que se tomara como base el promedio de sus exportaciones de los seis últimos años. Se consideró que este cálculo iba a ser demasiado pesimista (es decir, demasiado favorable a Uganda), y se aprobó, en cambio, tomar el promedio de los tres últimos años, procedimiento que se convirtió en la norma tras la Iniciativa reforzada (Banco Mundial, 2003, recuadro 4.1).

También se resolvió que el numerador del coeficiente no estaría dado por el valor nominal de la deuda, sino por el valor actual de los servicios de la deuda futuros. Ésta fue una medida correcta, ya que gran parte de la deuda de los PPME había sido contraída en condiciones concesionales y el nivel nominal de ella habría magnificado el monto de la deuda efectiva cuyo servicio debía atenderse. Sin embargo, el valor neto actualizado (VNA) de las obligaciones por servicio de la deuda depende de cómo se calcule. Cuanto mayor es la tasa de descuento, menor es el valor actual de una serie cualquiera de obligaciones a lo largo del tiempo. La tasa de descuento debe ser acorde al costo de oportunidad que tienen para el Estado los fondos en moneda fuerte, suponiendo en aras de la conveniencia que si esos fondos no se utilizaran para el servicio de la deuda se mantendrían como reservas de divisas. Ahora bien: ¿cuál debería ser esa tasa de interés? La tasa de interés “apropiada” es una tasa futura desconocida, que corresponde al horizonte del servicio de la deuda. La práctica actual consiste en tomar, para cada moneda en que está denominada la deuda, el promedio histórico de un semestre del rendimiento de los bonos públicos a cinco años (FMI, 2003b, pp. 19-21). No obstante, calculada de esta manera la tasa de descuento

habría sido muy superior en el año 2000 que en el 2003, lo cual significa que para obtener el mismo coeficiente VNA/exportación se habría necesitado en 2003 un monto de alivio mucho mayor que en 2000. En rigor, como se prevé que en los próximos años las tasas de interés internacionales vuelvan a subir, el valor neto actualizado calculado sobre la base de un flujo no modificado de servicios de la deuda se reduciría aun más.

Como puede apreciarse, con respecto a cada elemento del cálculo de una fórmula práctica que era, en el fondo, relativamente arbitraria (por ejemplo, no tomaba en cuenta, en el balance de pagos, el lado de las importaciones), había cabida para la disputa y la negociación entre los países deudores y acreedores y el personal de las instituciones de Bretton Woods. Por lo demás, el FMI propuso hace poco una definición general de la “sostenibilidad de la deuda” que constituye, en sí misma, un argumento en contra de cualquier fórmula práctica, pues reza lo siguiente: ‘situación en la que se presume que el prestatario puede continuar atendiendo los servicios de su deuda sin necesidad de introducir en el balance de ingresos y egresos una corrección futura indebidamente grande y ajena a la realidad’ (FMI, 2002a, p. 4).<sup>6</sup> Se trata de una definición atractiva, porque llama la atención sobre el posible impacto de la “corrección de la deuda” en la población de un país afectado por una crisis de endeudamiento. En esencia, toma en cuenta que la cesación de pagos soberana obedece a decisiones políticas sobre cuáles obligaciones en materia de gastos el país decide afrontar o no afrontar, más que a carencia absoluta de recursos. Aun más, un gobierno cualquiera podría tomar la decisión de estrujar a su población con el fin de evitar la cesación de pagos y tal situación, de acuerdo con la definición del Fondo, se consideraría “insostenible”.

Si bien dicha definición es conceptualmente atractiva, no es fácil de llevar a la práctica. De hecho, el FMI ha debido adoptar un marco operativo complejo para hacer el seguimiento de la sostenibilidad de la deuda (FMI, 2002a y 2002b). Con él se nos dice implícitamente que lo esencial no es que un país, después de la reestructuración de su deuda, tenga un coeficiente deuda/exportación “apropiado”, sino que tenga razonables posibilidades de evitar que, cualquiera haya sido el nivel de deuda del que partió, pueda sufrir un retroceso hasta niveles insostenibles. Esto depende, entre otras cosas, del aumento de sus exportaciones (y, en los países de

<sup>6</sup> En este artículo, las citas que aparecen entre comillas simples fueron traducidas del inglés.

bajos ingresos, de su capacidad de diversificarlas), de la tendencia de la relación de intercambio, de la ampliación de la base tributaria y el manejo eficiente del gasto público (recordemos que estamos hablando de deuda soberana), así como de las tendencias de la inversión directa extranjera, la fuga de capitales, el hecho de que se produzcan catástrofes naturales o haya permanente agitación social; y en el caso de los países de bajos ingresos, qué proporción de la ayuda financiera cobra la forma de subsidios, etc.

El FMI efectúa habitualmente ejercicios para evaluar la sostenibilidad de la deuda en el contexto de sus proyecciones macroeconómicas, pero entidades que han realizado análisis independientes, como la Oficina de Contabilidad del Gobierno de los Estados Unidos y el Departamento de Evaluación de Operaciones del Banco Mundial, han comprobado que los ejercicios destinados en particular a los PPME eran poco claros y estaban insuficientemente documentados. De ahí que dicho Departamento demandara el uso de 'una metodología más transparente, explícita y congruente para las proyecciones de la deuda, que tome debida cuenta de todos los elementos pertinentes del presupuesto fiscal, las cuentas nacionales, las corrientes financieras y el balance de pagos' (Banco Mundial, 2003, p. 24).

La gerencia del Banco Mundial aceptó esta recomendación. El FMI también lo hizo implícitamente cuando comenzó a reunir distintos aspectos de su monitoreo del desempeño y perspectivas de los países miembros en un marco de variables más coherente, con el fin de seguir la pista de tal desempeño y efectuar pronósticos destinados a evaluar la sostenibilidad a mediano plazo de la deuda externa y del sector público. Asimismo, decidió llevar a cabo análisis de sensibilidad estándares de los pronósticos (como la evolución basada en las normas históricas y no en los pronósticos de referencia) y "pruebas de tensión" (ante situaciones extremas). El Fondo entiende que ese marco, que se irá desarrollando a la luz de lo que dictamine la experiencia, tiene por objeto 'posibilitar la formulación de los juicios más informados posibles y ajustarlos dejando en claro en qué se basan, en lugar de extraer de esa experiencia una medida única de sostenibilidad que eliminaría la necesidad de emitir juicios'

(FMI, 2002a, p. 24). Como para subrayar esta afirmación, en las 40 páginas del documento sobre parámetros de políticas económicas del Fondo la palabra "juicio" aparece 22 veces. Por lo demás, el FMI evita estimar la probabilidad de que sobrevenga cualquiera de estos escenarios (incluyendo, por fuerza, el punto de referencia), dejando librado ese juicio también al "usuario" (FMI, 2002a, p. 25).

Resta preguntar: ¿quiénes son los usuarios? Los funcionarios del Fondo plantearon este interrogante al Directorio Ejecutivo al revisar el marco operativo. El Director Gerente resumió el correspondiente debate en estos términos: 'A todas luces, en este aspecto hay una tensión, entre, por una parte, el punto de vista de que la divulgación de las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda efectuadas por el FMI realzaría la credibilidad de tales evaluaciones y acrecentaría la responsabilidad del Fondo (la posición de los funcionarios), y, por otra parte, la preocupación de que, debido a lo delicado del tema, su divulgación podría llevar a interpretaciones erradas en la población y a repercusiones adversas en el mercado' (FMI, 2002a, p. 3).

Como el marco empleado por el Fondo ya es de conocimiento público, y dado que los acreedores privados utilizan metodologías similares en su evaluación de las perspectivas de las economías emergentes, se diría que los países deberían recibir con beneplácito que el Fondo divulgue sus evaluaciones y que éstas originen un debate general al respecto. Dicho debate sería útil para los legisladores que deben tomar decisiones presupuestarias, para los periodistas y estudiosos que analizan los procesos económicos, para los defensores de la sociedad civil y, por supuesto, para los inversores y acreedores posibles o reales.<sup>7</sup> Además, como la reestructuración de la deuda soberana es en verdad un proceso político, según sostenemos en este trabajo, debería dar lugar a que todos los interesados lleven a cabo el más amplio debate posible sobre las condiciones en que se efectúa.

<sup>7</sup> En Herman (2003) se exponen argumentos en favor de establecer un mecanismo permanente para que haya conversaciones entre un gobierno y sus acreedores, que podría basarse en el marco operativo del Fondo respecto a la sostenibilidad de la deuda.

## IV

### El mecanismo de reestructuración de la deuda soberana no resuelve el problema

Hasta aquí hemos argumentado que para salir bien de las crisis de endeudamiento se necesita ineludiblemente una negociación entre todos los interesados más que una solución analítica, y que los procesos y lineamientos supervisados por el sistema judicial que facilitan las negociaciones sobre la deuda en el plano interno, tienen sólo una contraparte informal, parcial y política en el caso de la deuda soberana. Cuando a fines de 2001 el FMI propuso crear un **mecanismo de reestructuración de la deuda soberana**, al principio pareció que sugería crear un tribunal de quiebras internacional para los gobiernos. En verdad, la propuesta no llegaba a tanto, aunque superaba con creces lo políticamente aceptable.

El mecanismo propuesto por el Fondo podría haber reunido a todos los acreedores de un país afectado por una crisis de la deuda externa en una amplia serie de negociaciones. En efecto, el FMI propuso incluir en ese mecanismo a todas las categorías de acreedores (bancos comerciales, tenedores de bonos, proveedores), dejando abierta la posibilidad de que los acreedores bilaterales de un país se incorporaran también como otra categoría más o desarrollaran una negociación paralela.<sup>8</sup> El Club de París manifestó que no tenía ninguna necesidad (deseo) de cambiar su modalidad de operación y, en consecuencia, fue descartado.<sup>9</sup>

Aun limitada a los acreedores privados, la propuesta del FMI habría sido una importante innovación. En ella se sugería, en particular, crear un nuevo mecanismo jurídico internacional, un **foro para la resolución de disputas sobre la deuda soberana** que habría

tenido algunas de las funciones de un tribunal de quiebras internacional. Ante la solicitud de un país en cesación de pagos, dicho foro habría supervisado la formación de grupos de negociación entre las distintas categorías de acreedores del país, convalidado los reclamos de los acreedores individuales y resuelto las disputas vinculadas con la clasificación de estos últimos en las diversas categorías. También habría podido impedir que los acreedores individuales perturbaran el funcionamiento del mecanismo para la reestructuración de la deuda soberana, aunque no hubo acuerdo en cuanto a si el foro para la resolución de disputas debía contar con la facultad de bloquear las acciones legales emprendidas contra el país deudor en los tribunales nacionales (o sea, de diferir el litigio) o si bastaba con que tuviera facultades más limitadas.<sup>10</sup> Por último, habría supervisado la votación de los acreedores de cada categoría, en temas como quién debería representarlos en las negociaciones, o en lo relativo al acuerdo final.

Los negociadores elegidos por cada grupo hubieran tenido entonces la misión de establecer, junto con las autoridades del país, una propuesta precisa de reestructuración para su respectiva categoría de acreedores. Además, podría haberse creado un comité directivo compuesto por esas distintas categorías para coordinar sus diferentes negociaciones y verificar la coherencia del conjunto de medidas financieras resultante (este es uno de los motivos por los cuales hubiera sido conveniente que el Club de París participara en el mecanismo propuesto para la reestructuración de la deuda soberana). A continuación, el país habría elevado formalmente los proyectos de acuerdos parciales a cada categoría para que los votasen, bajo la supervisión del foro. El acuerdo general sobre la deuda, producto de este proceso, se habría considerado adoptado si lo hubiese aprobado el 75% del capital por pagar de los

<sup>8</sup> Dado que el mecanismo no fue concebido para los PPME, se supuso que los acreedores multilaterales no formarían parte *per se* de las negociaciones de la deuda.

<sup>9</sup> En su informe final al Comité Monetario y Financiero Internacional, la secretaria del Fondo puso "entre paréntesis cuadrados" la exclusión de los reclamos bilaterales oficiales, queriendo decir con ello que esto aún no había sido acordado y exigía mayor debate (FMI, 2003a, párr. 3d). Más adelante, ese mismo año, los ministros de hacienda del Grupo de los Siete (2003) resolvieron que el Club de París debía modificar su enfoque de la reestructuración, adoptando uno más semejante al de los acreedores privados que decidieron reducir el monto de la deuda existente (por ejemplo, mediante canjes de bonos), en reemplazo de su reiterada y tradicional reprogramación del servicio de la deuda.

<sup>10</sup> Una alternativa era una regla de reparto por la cual, en el caso de un litigante individual exitoso, se restaría de su parte del pago final obtenido por el grupo lo que dicho litigante hubiera ganado con el litigio, neutralizando así su ganancia. Otra propuesta consistía en dar al foro propuesto la facultad de prohibir la ejecución de acciones judiciales de acreedores individuales que pudieran socavar el acuerdo colectivo de reestructuración (FMI, 2002c, párr. 124-141).

reclamos registrados en cada categoría (FMI, 2002c, especialmente párr. 157-168 y 183-208).

Probablemente las negociaciones se habrían iniciado con un proyecto de programa de ajuste del Fondo y una meta global para el alivio de la deuda, aunque cabe presumir que en las reuniones del comité directivo se habrían planteado interrogantes sobre la adecuación general del programa y el monto global del presunto nuevo financiamiento oficial, tanto multilateral como bilateral.<sup>11</sup> Es concebible incluso que el comité directivo llegara a la conclusión de que el paquete global de medidas económicas y financieras no conseguiría que el país alcanzara una situación sostenible en materia de deuda (por ejemplo, a raíz de expectativas pesimistas sobre las exportaciones), en cuyo caso los créditos posteriores al acuerdo habrían tenido un valor incierto, y hasta se habría visto anulado el propósito mismo de la reestructuración de la deuda. Siendo así, quizás el comité habría buscado la manera de instar al país deudor a que reiniciara sus conversaciones con el Fondo. Aquí se puede advertir que la proximidad del FMI al mecanismo para la reestructuración de la deuda soberana constituía un problema: en efecto, ¿dónde tendrían lugar esas conversaciones? No parece que tales inquietudes hubieran podido dirigirse al propuesto foro para la resolución de disputas, al cual no se le había asignado un papel sustancial en esa materia. Tal vez el único camino abierto a los acreedores hubiese sido rechazar por votación el paquete de medidas de reestructuración, poniendo fin así a la supervisión del mecanismo para la reestructuración de la deuda soberana. En otras palabras, al formalizarse el procedimiento de renegociación de la deuda sin un procedimiento coherente se habría omitido una contrapartida necesaria de las interacciones informales, e incluso implícitas, entre el país, sus acreedores y el Fondo en el proceso vigente.

En la práctica, durante las negociaciones del país deudor con sus distintas categorías de acreedores el FMI habría estado entre bambalinas, como sucede hoy.<sup>12</sup> Sin embargo, se estaba procurando poner distancia entre el Fondo y los aspectos más jurídicos del mecanismo para la reestructuración de la deuda soberana. Vale decir, el Fondo propuso un complicado proceso de selección de

los jueces integrantes del propuesto foro para la resolución de disputas: destacadas organizaciones internacionales y asociaciones profesionales asesorarían al Director Gerente del FMI sobre los posibles candidatos a integrar un "panel de selección", el que a su vez le recomendaría personas entre las cuales seleccionaría candidatos para el plantel de jueces. El Director Gerente elevaría su lista de candidatos a la Junta de Gobernadores para ser aprobada o rechazada en su totalidad (FMI, 2002c, párr. 233-244, y 2003a, párr. 13 a).

La razón por la que se propuso un proceso tan tortuoso para la elección de los jueces se vinculaba con la forma en que el Fondo pensaba crear el mecanismo para la reestructuración de la deuda soberana. Dado que se lo presentó como un enfoque estatutario de la reestructuración de la deuda, se consideró que pasaría a formar parte del derecho internacional y tendría una serie de atributos obligatorios. Tradicionalmente, el derecho internacional se gesta mediante tratados, pero el Fondo propuso tomar un atajo, a saber: adoptar el mecanismo como una enmienda al Convenio Constitutivo del Fondo, que es un tratado vinculante para todos sus miembros, ya fuera que votasen o no a favor de la enmienda. La necesidad de crear el mecanismo mediante una enmienda al Convenio Constitutivo implicaba que debía quedar establecido cómo serían seleccionados los jueces dentro de los procedimientos de gestión del Fondo. No era factible que éste comprometiera a otra institución u organismo internacional por un artículo de su propio Convenio Constitutivo. Si el mecanismo hubiese sido adoptado mediante un tratado independiente, los jueces del propuesto foro para la resolución de disputas podrían haber sido designados de un modo más directo, por ejemplo, mediante otros procedimientos internacionales que gozaran de credibilidad, o a través de las Naciones Unidas o de algún órgano separado que hubiese sido creado en virtud de algún tratado autónomo propio del mecanismo para la reestructuración de la deuda soberana.

El problema de cómo delinear un enfoque estatutario de la reestructuración de la deuda se transformó en irrelevante por la decisión de abril de 2003 del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI. ¿Habría tenido éxito este enfoque si se lo hubiese encarado de otra manera, sin situar al FMI en una posición percibida como tan central, o sin asignarle un papel tan determinante para la pronta conclusión del proceso? Al respecto sólo cabe especular. Teniendo en cuenta el carácter innovador de la reforma y el hecho de que la comunidad internacional estaba muy poco preparada para considerarla, habría sido más fructífero

<sup>11</sup> Es probable que los comités directivos hubieran establecido sus propias subcomisiones técnico-económicas asesoras, como era habitual con los comités asesores de los bancos en la década de 1980.

<sup>12</sup> De hecho, el FMI adopta a veces un papel más enérgico en defensa de los países deudores, como sucedió en 2003, cuando apoyó resultadamente la propuesta de canje de bonos realizada por Uruguay (FMI, 2003c, p. 204).

iniciar antes un proceso de diálogo y búsqueda de consenso entre los principales interesados, seguido por una negociación formal, hasta llegar finalmente a la elaboración de un tratado autónomo que contase con el aval tanto de los países deudores como de los acreedores. Existe consenso internacional sobre la necesidad de que haya reglas claras para encarar la insolvencia de un país y los derechos de los acreedores en casos no soberanos, en particular cuando hay problemas extrafronterizos (por ejemplo, obligaciones externas de una empresa en quiebra, incluidos los impuestos debidos a gobiernos extranjeros); y en los últimos años, tanto el Banco Mundial como la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional<sup>13</sup> han trabajado en torno a tales reglas. Por lo tanto, podría haberse acordado que las reglas internacionales también eran útiles para los casos de cesación de pagos de un país soberano. Esto no implica afirmar que llegar a procesos consensuados hubiera sido simple o rápido, ni que en 2002 los países ya habrían estado en condiciones de comenzar a examinarlos. Un enfoque estatutario puede llevar tiempo, pero valer la pena, como parece sugerirlo el Derecho del Mar, cuya negociación demoró una década.

Un problema aun más importante es el grado en que el FMI debe estar en el centro de cualquier proce-

dimiento de tipo judicial que surja en el futuro para manejar mejor las negociaciones sobre la reestructuración de la deuda soberana. Como organismo público internacional, el Fondo debería tener el mandato de asumir siempre posiciones independientes en beneficio de sus clientes, que son, en definitiva, las poblaciones de sus países prestatarios. En la práctica, empero, los accionistas del Fondo tienen intereses diversos, y los países que son sus clientes son accionistas minoritarios. Dicho de otro modo, les incumbe a los accionistas mayoritarios proteger la independencia del Fondo en sus empeños por alcanzar para el mundo la estabilidad financiera (su mandato original) y el desarrollo, mandato que el Fondo y sus accionistas aceptaron en la Declaración del Milenio (Naciones Unidas, 2000a) y el Consenso de Monterrey (Naciones Unidas, 2002). Por lo tanto, los accionistas deberían abstenerse de utilizar el Fondo con fines de política nacional o de política exterior. ¿Lo hacen habitualmente? Es probable. ¿Lo han hecho siempre? No. Ineludiblemente, el FMI es vulnerable a la presión de sus grandes accionistas, que a su vez son presionados para que impongan determinadas medidas de política exterior, financieras u otras, merced a la influencia que tienen en él. En suma, es poco probable que una institución política desempeñe bien una función judicial.

## V

### El limitado aporte de las cláusulas de acción colectiva

Si bien la drástica reforma del proceso de reestructuración de la deuda ya es objeto de intensas discusiones en los foros intergubernamentales, se están adoptando ciertas reformas más limitadas, que introducen cambios en determinadas cláusulas de los contratos de bonos soberanos. El objetivo es obtener la cooperación de los tenedores individuales de bonos cuando es menester suavizar las condiciones financieras de los bonos de un país que soporta una crisis de la deuda. Se precisan cláusulas específicas porque si los tenedores de una emisión de bonos fueran libres de participar o no en la reestructuración, se verían estimulados

a no hacerlo, en la expectativa de que la participación de los demás libere suficientes recursos financieros como para atender perfectamente el servicio de los restantes bonos originales. Como resultado, sería excesiva la cantidad de tenedores que se aprovecharían de la situación y la reestructuración fracasaría.

La solución a este problema de acción colectiva en virtud de las leyes de Nueva York, que rigen para alrededor del 70% de los bonos soberanos internacionales, ha consistido en exigir, para la modificación de cualquier condición financiera, el acuerdo de todos los tenedores de bonos, aunque otras cláusulas pueden modificarse con mayorías estipuladas. Esto tornó sumamente difícil modificar las condiciones financieras, solución a la que se recurrió en décadas anteriores,

<sup>13</sup> Conocida generalmente por su sigla en inglés de UNCITRAL.

cuando la mayoría de los préstamos comerciales internacionales a países soberanos provenían de los bancos. O sea, en esas circunstancias se seguía atendiendo al servicio de los bonos aun cuando el país dejara de cumplir con los pagos de sus préstamos bancarios. Hoy la cantidad de préstamos internacionales en forma de bonos es mucho mayor que antes, y era indispensable encontrar una manera de facilitar la acción colectiva en caso de cesación de pagos.<sup>14</sup> Los bonos emitidos en Londres de acuerdo con las leyes británicas, o en Japón, ya contienen en parte la respuesta a este problema, pues no requieren un consenso total para modificar las condiciones, sino que estipulan las mayorías especiales necesarias en cada circunstancia. Si la mayoría estipulada está de acuerdo, se modifican las condiciones del bono para todos sus tenedores y no puede haber negativas a participar.

La cuestión, entonces, es ésta: ¿cuál debe ser el contenido preciso de las nuevas cláusulas de acción colectiva? Se propusieron dos conjuntos de modelos de cláusulas; uno fue presentado por el equipo de trabajo del Grupo de los Diez, con el respaldo de sus ministros y gobernadores (Grupo de los Diez, 2003) y, el otro, por siete importantes entidades del sector financiero internacional (EMTA y otros, 2003).<sup>15</sup> En ninguno de estos ejercicios analíticos participaron los países con economías emergentes que emiten bonos soberanos. Sin embargo, sus opiniones al respecto comienzan a darse a conocer *ex post facto*, merced a los precedentes establecidos por los bonos con cláusulas de acción colectiva que se emitieron en 2003, como los de Brasil, México, Sudáfrica y Uruguay.

La atención se ha centrado en determinar cuál es la mayoría necesaria para modificar las condiciones

financieras de un bono y quiénes deben votar para ello. El Grupo de los Diez propuso que se exigiera para la aprobación el voto del 75% de los tenedores calificados de bonos; las entidades del sector privado, en cambio, propusieron el 85% y que el porcentaje de quienes objetaran expresamente el cambio no superase el 10%.<sup>16</sup> En los nuevos bonos emitidos con cláusulas de acción colectiva se adoptó el 75%, salvo en el caso de Brasil, que optó por el 85%. A estas alturas, no resulta claro si el mercado tomará como norma el 75% para los países más solventes y el 85% para aquellos que se estiman de mayor riesgo, o si se aceptará el 75% como norma general.

Desde luego, aún no se sabe cómo funcionarán estas cláusulas en una crisis real, ya que por ahora se las ha establecido en países con acceso al mercado financiero y que no están en cesación de pagos. Cabe presumir que las cláusulas facilitarán la emisión de bonos individuales si la situación lo amerita. Según cómo se las establezca, también pueden facilitar la “agregación” de diferentes emisiones de bonos (como sucede con las cláusulas de acción colectiva de Uruguay) y su tratamiento en una sola propuesta de reestructuración más amplia. Se prevé que otras cláusulas disuadan de iniciar acciones legales a los “acreedores réprobos” o “fondos buitres” que procuran recuperar, por medio de tribunales nacionales, el valor nominal de los bonos embargados.

De este modo, las cláusulas pueden lograr que los bonos se vinculen más firmemente con la deuda soberana reestructurable y que se establezcan procedimientos como los del Club de París y el Club de Londres, útiles para que los países asediados por la deuda organicen negociaciones con esta categoría de acreedores. Si bien es cierto que en el pasado se han reestructurado bonos soberanos, las cláusulas de acción colectiva pueden constituir un aporte positivo si consiguen que el proceso se vuelva más seguro y claro. También serán valiosas en la medida en que reduzcan la incertidumbre de los inversores y aumenten la demanda mundial de estos bonos. Sin embargo, la mayoría de los observadores considera que este último efecto será mínimo, en especial porque gran cantidad de inversores en bonos no los adquieren para conservarlos, sino que

<sup>14</sup> Existe, en verdad, un mecanismo para obligar a una minoría de tenedores de bonos a que acepten la reestructuración aunque no concuerden con ella, siempre y cuando esté de acuerdo la mayoría que se necesita para cambiar las condiciones no financieras del bono. Según este mecanismo, denominado “consentimiento de salida”, los tenedores de un bono incumplido acuerdan canjearlo por una nueva emisión en condiciones más favorables para el prestatario, y al mismo tiempo modificar las condiciones no financieras del antiguo bono de modo tal de convertirlo en un título muy inferior (por ejemplo, revocando la exención de inmunidad soberana, sin la cual no puede iniciárseles a los gobiernos un proceso judicial por violar las condiciones del contrato). Las cláusulas del nuevo contrato volverían innecesario este procedimiento y permitirían encarar el problema de un modo más franco y directo.

<sup>15</sup> Esas siete entidades son: Emerging Markets Creditors Association, Emerging Markets Traders Association (EMTA), Instituto de Finanzas Internacionales, International Primary Market Association, International Securities Market Association, Securities Industry Association y The Bond Market Association.

<sup>16</sup> En los dos conjuntos de modelos de cláusulas se excluía de la votación a los bonos en poder del país emisor o controlados por éste, y se rechazaba la práctica de requerir para la votación el quórum de una reunión de tenedores de bonos, exigiendo en cambio que a todos éstos se les diera la posibilidad de votar mediante consentimiento escrito, sin necesidad de reunión formal alguna.

ponen y sacan continuamente de sus carteras diversos títulos (de ahí que un problema general sea lograr que la deuda de los mercados emergentes resulte más atractiva para los inversores a largo plazo).

Pero aquí no termina el asunto, ya que hasta las propias entidades del sector financiero han reconocido que las cláusulas de acción colectiva sólo resuelven una parte del problema de la reestructuración de la deuda soberana. Esto puede apreciarse en el proyecto de código de conducta para mercados emergentes que elaboraron como parte del conjunto de materiales relacionados con tales cláusulas. Este proyecto de código establece de qué manera debe organizarse un país ante una situación de crisis de la deuda y cómo debe tratar a sus diferentes clases de acreedores, así como la conducta que deben seguir los acreedores privados, el FMI y los principales países afectados. El acento está puesto en adoptar un enfoque amplio, transparente y cooperativo. Esto incluye mantener, mediante un grupo asesor, diálogos regulares con los principales inversores y acreedores, revelar todos los pormenores vinculados a sus obligaciones financieras pendientes de pago, incluir las reestructuraciones propuestas así como los principales aspectos de las políticas y programas

económicos —entre ellos las premisas, compromisos y metas de cualquier programa apoyado por el FMI—, reunirse con representantes de los tenedores de bonos y otros acreedores clave, negociar de buena fe y en forma rápida y directa con un grupo ampliamente representativo de los acreedores, y, por último, procurar una reprogramación semejante de todos los acreedores bilaterales oficiales.

En el proyecto de código se les aconseja a los acreedores privados no esperar una operación de salvamento del FMI, mantener sus líneas de crédito comerciales, refinanciar los vencimientos de corto plazo y negociar de buena fe. También se insta al Fondo y al Grupo de los Diez a dar su apoyo al proceso, y se propone crear un grupo conjunto de seguimiento integrado por los países deudores y acreedores, los inversores y acreedores privados, el FMI y el Banco de Pagos Internacionales con el objeto de vigilar el cumplimiento del código. Según este observador interpreta el código, parecería que las entidades financieras privadas están reconociendo el problema fundamental de coherencia que el mecanismo para la reestructuración de la deuda soberana tenía el propósito de encarar y que todavía no ha sido encarado.

## VI

### ¿Hacia dónde nos encaminamos?

Evidentemente, en lo que concierne a la forma de tratar la deuda soberana en situaciones de crisis, los años 2002 y 2003 estuvieron pletóricos de acontecimientos. Se elaboró una propuesta de reforma exhaustiva —el mecanismo para la reestructuración de la deuda soberana— aunque no fue aceptada, y a la par se introdujeron modificaciones en los contratos de los bonos que alterarán la manera de manejar la deuda en bonos en crisis futuras. Al mismo tiempo, se realizaron esfuerzos considerables por establecer un marco práctico con vistas a evaluar la sostenibilidad de la deuda en los países de ingresos bajos y medios, marco que contribuirá a plasmar futuras renegociaciones de la deuda y a que los gobiernos eviten situaciones insostenibles. No obstante, aún queda mucho por hacer.

Como vimos, el proyecto de código del sector privado identifica el problema, pero es sólo un primer paso hacia su solución, que debería consistir en lograr un proceso de renegociación de la deuda rápido, justo

y eficaz. En esencia, el proyecto de código dice que, una vez declarada una crisis de la deuda, para resolverla se necesita instaurar mecanismos tendientes a reunir en el diálogo y la negociación a los principales interesados, y que cuando la situación comienza a deteriorarse es preciso tomar diversas medidas para impedir que desemboque en una crisis. Sugiere dar ciertos pasos en esa dirección, que deberían analizarse en diálogo con los propios países emisores de deuda, cuyos representantes quizá tengan propuestas particulares respecto de sus propias normas de conducta así como de las que deben regir a los acreedores y a las entidades internacionales.

La ya reconocida necesidad de un proceso amplio deja en pie la cuestión de quién o quiénes habrán de coordinarlo. Formalmente sería el gobierno del país en crisis e informalmente el FMI; ambas posibilidades tienen sus inconvenientes, ya que ninguno de ellos es un bando neutral (el primero como deudor y el segundo

como acreedor). Podría evaluarse una tercera opción: que la coordinación la realice un facilitador o mediador independiente escogido de una lista, preseleccionada mediante un procedimiento internacional, de individuos de incuestionable probidad y gran experiencia que aceptaran cumplir dicha función durante cierto período. Una vez elegido, ese facilitador o mediador podría ser asistido por un pequeño plantel de abogados y especialistas en economía financiera contratados especialmente. Dicho plantel incluiría personal del Fondo y del Banco Mundial y contaría con los servicios de las oficinas administrativas de la Corte Internacional de Justicia o algún otro organismo legal independiente reconocido, como la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional.

En las Naciones Unidas la mediación desempeña un papel importante en la resolución de las disputas políticas, y su Secretario General ha sugerido que se la tenga en cuenta para hacer frente a las crisis de la deuda. Propuso agregar "a las posibilidades de los países deudores un mecanismo de tratamiento simultáneo, justo y completo de todas las obligaciones de deuda externa de un país, junto con la provisión de los nuevos fondos necesarios por la comunidad internacional o por otros acreedores. El uso de tal mecanismo, que un país que ya colaborara con el FMI y otras instituciones financieras internacionales podría invocar en condiciones determinadas, formaría comités en que estarían representados los acreedores bancarios, los tenedores de obligaciones, el Club de París y otros acreedores oficiales bilaterales, según procediera, además del gobierno deudor" (Naciones Unidas, 2000b, párr. 125).

También se ha sugerido establecer un servicio de mediación para las negociaciones de la deuda soberana, esto como parte de una propuesta de crear un **foro sobre la deuda soberana** más amplio que el sugerido por el Fondo, formulada por Richard Gitlin<sup>17</sup> en una actividad lateral de la Conferencia Internacional sobre la Financiación del Desarrollo, en Monterrey. Dicho foro cumpliría dos funciones: en primer lugar, procuraría realzar la categoría de activo de la deuda soberana a través de los debates entre expertos en mercados financieros acerca del diseño de los diferentes instru-

mentos de préstamo, con miras a identificar las prácticas más convenientes; en segundo lugar, facilitaría la reestructuración de la deuda soberana cuando fuese solicitada por un país deudor, ayudando a que los principales interesados se comuniquen tempranamente, organizándolos en grupos y poniendo a su disposición un mediador escogido de un panel permanente.

Propuestas de esta índole, que intentan facilitar el tratamiento amplio de la deuda soberana de los países en crisis, merecen que se les preste atención. Que aún no se haya hecho es producto de la debilidad de tales países, pero también, posiblemente, del temario elegido para los debates. Las propuestas examinadas en este trabajo contaron con el apoyo del Grupo de los Diez y sus países miembros, del personal del FMI y del Banco Mundial, o de entidades financieras privadas. Los países con economías en desarrollo y en transición, particularmente, parecen más proclives a reaccionar ante las propuestas de otros que a formularlas ellos mismos. ¿No sería posible que los funcionarios de tales países, así como su sector privado y su sociedad civil, fuesen incluidos en dichos debates en una etapa anterior?

De hecho, existen algunas iniciativas precedentes del hemisferio sur. Por ejemplo, en junio de 2003 la Conferencia de Ministros Africanos de Hacienda, Planificación y Desarrollo Económico apoyó la propuesta de la Comisión Económica para África (CEPA) de las Naciones Unidas, de realizar a comienzos de 2004 una Conferencia Internacional sobre el alivio de la deuda africana. En su declaración, los ministros afirmaron que debían "proceder con rapidez para hacer frente al desafío de definir las políticas, instrumentos e iniciativas que pueden constituir el próximo paso en los esfuerzos de la comunidad internacional por reducir la carga de la deuda de África" (CEPA, 2003, párr. 28). Como vemos, los ministros africanos ya han comenzado a pensar más allá de los países pobres muy endeudados y creen conveniente hacerlo en un foro africano.

Por el mismo motivo, tal vez sea provechoso facilitar los debates entre el norte y el sur, y entre deudores y acreedores, en un terreno más neutral y menos influyente que el proporcionado por las instituciones de Bretton Woods. Si se incluye a todos los interesados pertinentes de modo tal que se expresen más libremente las ideas y que las discusiones se tornen más innovadoras, el diálogo no puede sino beneficiarse.

<sup>17</sup> Véase Gitlin (2002).

## Bibliografía

- Banco Mundial (2003): *The Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Debt Initiative: An OED Review*, Informe N° 25160, Washington, D.C., Departamento de Evaluación de Operaciones, 20 de febrero.
- Bolton, P. (2002): *Towards a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World*, Princeton, Departamento de Economía, Universidad de Princeton, inédito.
- CEPA (Comisión Económica para África) (2003): *Ministerial Statement*, Thirty-sixth Session of the Commission/Conference of African Ministers of Finance, Planning and Economic Development, Addis Abeba, 1 de junio [www.uneca.org].
- EMTA (Emerging Markets Traders Association) y otros (2003): *Marketable bonds package*, enero [www.emta.org].
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2002a): *Assessing Sustainability*, Departamento de Elaboración y Examen de Políticas (SM/02/166), Washington, D.C., 28 de mayo.
- \_\_\_\_\_ (2002b): IMF discusses assessments of sustainability, *Public Information Notice*, N° 02/69, Washington, D.C., 11 de julio.
- \_\_\_\_\_ (2002c): *The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism: Further Considerations*, EBS/02/201, Washington, D.C., 27 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ (2003a): *Report of the Managing Director to the IMFC on a Statutory Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, IMFC/Doc/7/03/4, Washington, D.C., 8 de abril.
- \_\_\_\_\_ (2003b): *Debt Sustainability in Low-income Countries: Towards a Forward-looking Strategy*, Washington, D.C., Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, 23 de mayo.
- \_\_\_\_\_ (2003c): *Boletín del FMI*, Washington, D.C., 14 de julio.
- Fritz, T. y P. Hersel (2002): *Fair and Transparent Arbitration Processes: A New Road to Resolve Debt Crises*, Berlín, agosto [www.blue21.de].
- Gitlin, R. (2002): A Proposal: Sovereign Debt Forum, ponencia presentada en la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo (Monterrey, México, 18 a 22 de marzo de 2002), marzo.
- Grupo de los Diez (2003): *Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses* [www.bis.org], marzo.
- Grupo de los Siete (2003): *Finance Ministers' Statement*, Deauville, Francia, 17 de mayo [www.g7.utoronto.ca].
- Herman, B. (2003): Mechanisms for dialogue and debt-crisis workout that can strengthen sovereign lending to developing countries, en A. Buira (comp.), *Challenges to the World Bank and IMF: Developing Country Perspectives*, Londres, Anthem Press.
- Instituto de Finanzas Internacionales (2003): *Capital Flows to Emerging Market Economies*, Washington, D.C., 15 de mayo.
- Macdonald, J. (2003): *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*, Nueva York, Farrar.
- Naciones Unidas (2000a): *Declaración del Milenio*, A/RES/55/2, resolución adoptada por la Asamblea General durante el quincuagésimo quinto período de sesiones, Nueva York, septiembre.
- \_\_\_\_\_ (2000b): *Informe del Secretario General al Comité Preparatorio de la Reunión Intergubernamental e Internacional de Alto Nivel sobre la Financiación del Desarrollo*, A/AC.257/12, Nueva York, 18 de diciembre.
- \_\_\_\_\_ (2002): Consenso de Monterrey, *Informe de la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo (Monterrey, México, 18 a 22 de marzo de 2002)*, A/CONF.198/11, Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.02.II.A.7.
- Schultz, K. y B. Weingast (2003): The democratic advantage: institutional foundations of financial power in international competition, *International Organization*, vol. 57, N° 1, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.

