

Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros
Comitê Latino-americano de Assuntos Financeiros
Latin-American Shadow Financial Regulatory Committee

Declaración N° 6

7 de Octubre de 2002
Washington, DC. EE.UU.

Declaración conjunta de los Comités de Asuntos Financieros de Europa, Japón, Latinoamérica y los EE.UU.

REFORMAS EN EL PROCESO DE REESTRUCTURA DE LA DEUDA SOBERANA INTERNACIONAL

Resumen

Durante las recientes reuniones anuales de FMI y del Banco Mundial se pusieron en relieve dos propuestas para reformar el proceso de reestructura de la deuda soberana internacional: Cláusulas de acción colectiva [CACs] y un Mecanismo para la Reestructura de la Deuda Soberana [MRDS], conocido como enfoque estatutario de la reforma. Ni el FMI ni sus críticos consideran que estas medidas pudieran ser suficiente para minimizar la probabilidad de que ocurran crisis relacionadas con la deuda externa ni para asegurar que estas crisis se resuelvan de manera eficiente. Sin embargo las propuestas tuvieron gran resonancia y merecen un análisis cuidadoso. Los Comités consideran que las propuestas del FMI van al mismo tiempo demasiado lejos y no lo suficientemente lejos. Van demasiado lejos en relación con las reformas inmediatas sugeridas por el proceso de solución de la deuda soberana. Estamos a favor de un enfoque más gradual que comience por fortalecer los medios contractuales existentes para resolver los problemas de deudas. Pero no van lo suficientemente lejos en lo que respecta a la reforma de las políticas del FMI que originan incentivos para posponer el reconocimiento y la solución de una deuda que se vuelve insostenible.

Uno de los objetivos centrales de las recientes propuestas de reforma consiste en apaciguar los conflictos entre acreedores que surgen durante el proceso de renegociación de la deuda. En particular, la minoría de acreedores que no aceptan la propuesta formulada [*holdout*] puede demorar la solución de la deuda e impedir que los deudores soberanos obtengan acceso a fuentes de crédito internacional. Los Comités consideran que este problema se debe tratar de resolver mediante la adopción general de CACs que impongan, por medio de una reglamentación, la voluntad de la mayoría de los acreedores de bonos. Los Comités consideran asimismo que esta meta puede lograrse mediante acciones voluntarias por parte de acreedores y deudores, complementadas por la utilización de incentivos para que acreedores y deudores adopten las CACs. En la actualidad los Comités no endosan la adopción del enfoque estatutario para resolver la deuda. Sin embargo, en caso de que la utilización de las

CACs por sí solas resulte inadecuada, luego de un período de prueba, quizás se deba reconsiderar el enfoque estatutario.

Principios Rectores

La reforma ideal para reestructurar la deuda debería tratar de alcanzar los siguientes objetivos:

1. desalentar a los países de solicitar préstamos excesivos y a los acreedores de otorgarlos.
2. reducir la probabilidad de crisis de la deuda soberana mediante la reducción de los riesgos morales, *inter alia* asegurando que los acreedores, que fueran compensados *ex ante* con el fin de que se hicieran cargo del riesgo, compartan adecuadamente las pérdidas *ex post*.
3. cuando el peso de la deuda se vuelve insostenible, reducir la demora en reconocer este hecho, pues en el ínterin se deterioran las condiciones económicas con desventaja para el país deudor y los acreedores.
4. Una vez comenzado el proceso de reestructuración de la deuda, asegurar su pronta solución; y
5. lograr una solución que permita que el país tenga nuevamente acceso a flujos de capital estable.

Los MRDS así como las innovaciones en la CACs están dirigidas principalmente al cuarto criterio, pero no abarcan adecuadamente a los demás. La probabilidad de que ocurran crisis de la deuda soberana y rezagos en reconocer esta situación, dependen de varios factores adicionales incluyendo, en forma destacada, los préstamos del FMI que sostienen políticas que se han vuelto insostenibles. El hecho de prestar atención a mecanismos mejorados de reestructura de la deuda no debería distraer la atención de la importancia que reviste abreviar el plazo que se tarda en reconocer la situación y el papel que ha tenido el FMI en hacer posible involuntariamente estos rezagos; en lugar de ello se debería atacar el problema de la deuda que se ha vuelto insostenible.

Problemas de Coordinación de Acreedores

Uno de los objetivos centrales de las propuestas de FMI consiste en abordar los problemas de acción colectiva entre acreedores que surge durante el proceso de renegociación de la deuda. Esto frecuentemente se caracteriza como la no-aceptación de la propuesta o problemas de acreedores de mala fe, durante el cual los acreedores retrasan la solución hasta el momento en el cual se satisface sus demandas en perjuicio de los demás acreedores y del deudor. Las propuestas de las CACs afrontan este problema de manera directa construyendo a todos los tenedores de bonos a acatar la voluntad de una super-mayoría

Las CACs podrían servir de alternativa a los mecanismos *ex post* existentes [tales como salidas consensuadas que se definen a continuación] utilizados por los soberanos para estimular a los acreedores a compartir el resultado del proceso de renegociación. Una ventaja de las CACs sobre los mecanismos existentes es el impacto potencialmente beneficioso de los préstamos del FMI, haciendo que el proceso de renegociación resulte mas predecible. Las

CACs pueden también reducir la presión del FMI en apoyo de prestatarios soberanos insostenibles.

Otra ventaja de las CACs es la eliminación de incertidumbres legales potenciales y de retrasos. Las incertidumbres legales actuales pueden limitar la utilidad de las salidas consensuadas. Las salidas consensuadas constituyen enmiendas contractuales a los contratos de bono existentes, aceptados por una simple mayoría de tenedores que han acordado canjear dichos bonos por la deuda renegociada. La atracción a negarse a aceptar las propuestas en su calidad de tenedores minoritarios de los bonos se ve reducida si la antigua deuda ahora contiene enmiendas contractuales indeseables. Sin embargo, existe cierta incertidumbre sobre cuales enmiendas están permitidas. Las CACs evitarían dicha incertidumbre legal.

Los Comités consideran que es poco probable que el impacto del costo que entraña la emisión de deuda, al incluirse las CACs en los bonos, sea significativo. Mas aun, la adopción de las CACs no excluiría otras innovaciones útiles en los contratos entre privados que pudieran facilitar la solución de la deuda.

Argumentos en Favor de Estimular las CACs

Las CACS no constituyen una novedad. De hecho ya existían en los bonos internacionales emitidos en el Reino Unido, Luxemburgo y Japón. Si las CACs son atractivas ¿por qué razón no son generalmente adoptadas en forma voluntaria? Si consideramos que el uso excesivamente extendido de las CACs podría reducir las perspectivas de rescate [*bailouts*] por parte del FMI [como se sostiene que pudiera ocurrir], ni los prestatarios ni los deudores querrían adoptarlas. Si la emisión de los bonos que contienen CACs resulta más costosa – argumento frecuentemente utilizado por deudores soberanos y acreedores – quizás fueran aplicables otras dos razones. En primer lugar, los beneficios de un proceso de renegociación mas ordenado podrían ir mas allá del deudor emisor y sus acreedores para incluir un contagio reducido entre países; el deudor emisor y sus acreedores no pueden acceder a estos beneficios y por lo tanto quizás un país no se vea estimulado a adoptar CACs beneficiosas. En segundo lugar los lideres nacionales que se ven enfrentados a presiones políticas de corto alcance pueden ser contrarios a compensar un servicio de la deuda que en ese momento resulte ligeramente mas alto, con eventuales costos de renegociación más bajos.

Esto sugiere que pudiera resultar beneficioso estimular oficialmente la adopción de CACs. De hecho, hay quienes sugieren que la adopción debiera ser obligatoria. Por ejemplo, un mecanismo podría involucrar la enmienda del Convenio Constitutivo del FMI para exigir cambios adecuados a la ley de cada país miembro [una versión más modesta de la propuesta del FMI para enmendar el Convenio Constitutivo con el fin de establecer MRDS]. Un enfoque mas moderado consistiría en que los países que se benefician del apoyo del FMI adoptaran CACs, o brindaran acceso a un financiamiento multilateral con tasas inferiores para aquellos países que adopten las CACs voluntariamente. También resultaría deseable eliminar los impedimentos que existen habitualmente para las CACs en los EE.UU. Contrario a la creencia popular, las CACs resultan permitidas en los contratos de deuda soberana bajo la Ley de Contratos de Sociedades Fiduciarias de los EE.UU. de 1939. (*US Trust Indenture Act*). El hecho de que se estimulara oficialmente la adopción de CACs en los contratos de deuda soberana emitidos bajo la legislación estadounidense podría resultar útil para vencer la resistencia habitual a las CACs.

¿Es Necesario un Enfoque Estatutario?

Aun si se adoptaran las CACs para toda nueva emisión de la deuda, aun sigue existiendo un serio problema en lo que se refiere al *stock* de deuda en circulación que no contiene las CACs. Los aspectos de transición, sin embargo, no deberían apartarnos de reformas de largo plazo que resultaran deseables. Una de las motivaciones aducidas relacionadas con la propuesta del FMI sobre el MRDS es que resolvería los problemas de transición al abarcar, tanto deuda nueva como la pre-existente, dentro del mismo mecanismo de solución. Pero existen otros enfoques que también podrían lograr ese objetivo. Por ejemplo, la posibilidad alternativa de efectuar un canje [swap] sin CACs por deuda con CACs. Si hubiera diversas iniciativas del G7 se podría estimular y aun subsidiar, tales canjes siempre que los problemas de transición se consideraran lo suficientemente significativos.

Otro análisis razonado atinente a las MRDS que suele efectuarse, se basa en la necesidad de aislar a los soberanos de fallos adversos de los tribunales, durante el proceso de la renegociación. Esta preocupación ha sido sobrestimada. Los episodios recientes indican que los soberanos pueden protegerse de dichas sentencias, con la posible excepción de las operaciones involucradas en los procesos de compensación y pago. Pero este problema podría remediarse de manera más directa mediante una legislación que proteja a los deudores soberanos de retenciones durante el proceso de compensación y pago [*clearing and settlement*] comparable a la protección de las transferencias telegráficas que pueden encontrarse en el Código Comercial Uniforme de los EE.UU. referentes a firmas en quiebra.

Los partidarios de los MRDS sostienen que una ventaja clave del enfoque estatutario consiste en la capacidad de coordinar la solución de diversas deudas [bonos, préstamos bancarios, canjes, etc.] mediante reglamentaciones estatutarias que definen el poder relativo de los acreedores [por ejemplo, poder de veto de las clases acreedoras sobre los planes de reestructura, tal como propone el FMI]. Los partidarios ven este mecanismo como una alternativa a una negociación lisa y llana que tiene lugar entre soberanos y acreedores durante la renegociación..

No resulta claro si el enfoque estatutario abreviaría el proceso de renegociación. Por ejemplo, si se dotara de la potestad de veto sobre los planes de reestructura a diversas clases de tenedores de deuda, esto podría traer aparejado un proceso mas lento en comparación con el resultado producido por un canje de deuda organizado por un soberano en el cual las relativas posiciones de los acreedores se determinan mediante aquello que a juicio del soberano sería mejor. También dista mucho de ser claro a quien sería mejor conferir la autoridad supervisora del proceso estatutario propuesto.

Dada esta incertidumbre y en vista de la limitada experiencia con la renegociación de bonos internacionales durante los últimos cuatro años, es aun demasiado pronto para llegar a la conclusión de si se justifica el enfoque estatutario. A diferencia de los esfuerzos para ampliar la utilización de las CACs, se pueden dar aspectos irreversibles importantes que afecten el establecimiento del enfoque estatutario, dado que si así se procediera se podría trabar alternativas deseables impidiendo su evolución dentro del enfoque contractual. Todo sumado, consideramos que sería mejor dejar pendiente por el presente al enfoque estatutario, manteniéndolo como una opción a ser considerada si el robustecimiento del enfoque contractual resultara inadecuado.

Reformas Adicionales

¿Se necesita algo más? Así lo creemos, pues seguimos siendo escépticos que en ningún caso, ya se trate de nuestra propuesta para fortalecer las CACs o de un proceso estatutario, se considere el importante problema que representa el reconocimiento retrasado de la insostenibilidad. Este problema se refiere más a incentivos para generar retardo por parte de los soberanos y por parte de los acreedores – pues los primeros tienen motivos políticos de corto plazo y los segundos ven en ello la opción de recibir un rescate [*bailout*] por parte del FMI como una base para resistirse a una renegociación. Por ello, el G7 y el Comité Monetario y Financiero Internacional de FMI deberían concentrar mayores esfuerzos en establecer incentivos adecuados dentro del FMI para asegurar que los préstamos del FMI no retrasen la solución de la deuda.

De hecho, parte de la razón de la incertidumbre sobre la eficacia del enfoque contractual hoy día, es que las acciones del FMI en el pasado han dificultado considerablemente la observación de la manera en la cual los acreedores y los soberanos se comportarían en un mundo en el cual se les dejara verdaderamente solos para renegociar. Otra ventaja adicional de la reforma del FMI estaría dada por el hecho de que ayudaría a determinar si el enfoque estatutario realmente será necesario en el futuro.

Otras reformas fuera del FMI pudieran ser deseables con el fin de alterar los incentivos de los acreedores para actuar de forma tal que se redujera la volatilidad del flujo de capital en los países con mercados emergentes. Por ejemplo, si se propusiera una reforma del Acuerdo de Basilea esto agravaría la distorsión existente en la reglamentación del capital internacional que estimula los préstamos con vencimientos breves a las economías de los mercados emergentes, exacerbando así la volatilidad del flujo del capital. Por el contrario, el Acuerdo de Basilea debería de modificarse con el fin de eliminar esta distorsión. [Ver la Declaración N°2 del Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros, abril 2001].

Conclusiones

Visto la velocidad con que se produce la innovación, en la cual los participantes del mercado están desarrollando nuevos enfoques destinados a abordar las ineficiencias del proceso de renegociación de la deuda, consideramos que un enfoque incremental sería lo mejor. Por consiguiente las CACs deberían adoptarse. Pero la adopción prematura de los MRDS podría resultar contraproducente o impedir otras adaptaciones beneficiosas.