



Consejo Económico y Social

Distr. general
24 de mayo de 2013
Español
Original: inglés

Reunión especial sobre la sostenibilidad de la deuda externa y el desarrollo: la experiencia adquirida en las crisis de la deuda y el trabajo en curso sobre los mecanismos para la reestructuración de la deuda soberana y la solución de los problemas de endeudamiento

Acta resumida de la novena sesión

Celebrada en la Sede, Nueva York, el martes 23 de abril de 2013 a las 15.00 horas

Presidente: Sr. Osorio..... (Colombia)

Sumario

Discurso de apertura sobre el tema “Las lagunas jurídicas e institucionales para la reestructuración de la deuda”

Mesa redonda sobre la arquitectura para la reestructuración de la deuda

Observaciones finales y clausura de la reunión especial

La presente acta está sujeta a correcciones.

Dichas correcciones deberán presentarse en uno de los idiomas de trabajo. Deberán presentarse en un memorando y también incorporarse en un ejemplar del acta. Las correcciones deberán enviarse lo antes posible al Jefe de la Dependencia de Control de Documentos (srcorrections@un.org).

Las actas corregidas volverán a publicarse electrónicamente en el Sistema de Archivo de Documentos de las Naciones Unidas (<http://documents.un.org>).

13-31271 (S)



Se ruega reciclar 



Se declara abierta la sesión a las 15.10 horas.

Discurso de apertura sobre el tema: “Las lagunas en las estructuras jurídicas e institucionales para la reestructuración de la deuda”

1. **El Sr. Stiglitz** (Universidad de Columbia) afirma que el objetivo de toda reestructuración es dar a los países y las empresas la oportunidad de comenzar de nuevo desde cero. El endeudamiento excesivo está teniendo como consecuencia unas pérdidas y un sufrimiento desmesurados. Los recursos se desperdician en la lucha por determinar qué reclamaciones se satisfarán.

2. Un régimen de quiebras debe establecer un equilibrio entre la necesidad de liquidar la deuda de forma regulada y la necesidad, en circunstancias normales, de rembolsar las deudas. Un buen régimen equilibra los objetivos de eficiencia *ex post* y eficiencia *ex ante* y contiene incentivos para asumir riesgos. Si la reestructuración resulta ineficaz y costosa, los países se verán inducidos a posponerla.

3. En muchos casos, los acreedores prestan demasiado. Algunos bancos occidentales tratan de inducir a los países pobres del África Subsahariana a tomar prestado demasiado para generar una crisis de la deuda. Se necesitan mejores mecanismos para exigir cuentas a los acreedores por su comportamiento, como en el caso de la concesión de préstamos abusivos. A menudo, los bancos conceden préstamos soberanos con la expectativa de que se producirá un rescate financiero por parte del Fondo Monetario Internacional. Los préstamos con unos intereses altos a los países pobres pueden incluso sustituir los préstamos en condiciones favorables. Muchos préstamos concedidos a los países en desarrollo constituyen deudas superfluas, lo que quiere decir que el propio acto de préstamo es inescrupuloso. El acreedor suele ser más sofisticado desde el punto de vista financiero que el deudor, y los acreedores suelen verse recompensados por los riesgos que asumen en forma de pagos de intereses más elevados.

4. No existe un código de quiebras unificado. Un proceso de resolución más rápido y fiable reducirá las primas de riesgo, los atrasos costosos y las perturbaciones macroeconómicas. La reestructuración de la deuda soberana y las quiebras generales tienen marcos jurídicos diferenciados. Mientras que la mayoría de los países cuentan con una legislación

nacional de quiebras y no dependen de los mercados privados, a escala internacional se carece de un marco jurídico análogo. En el caso de las quiebras nacionales, las prioridades de los demandantes se comprenden con claridad. El deudor dispone de fondos limitados y es necesario determinar de manera organizada y ordenada a quién se paga. En cambio, en el caso de la deuda soberana, no existe una lista definida de demandantes.

5. Cuando un país ya tiene un excedente fiscal primario, una reestructuración profunda de la deuda puede posicionarlo en una situación más ventajosa. Si un país se encuentra en una posición débil, quizá gaste una gran cantidad de dinero para pagar el servicio de la deuda que podría emplearse mejor para estimular la economía, lo que aumentaría el bienestar de sus ciudadanos. Muchos países temen que la reestructuración dé lugar a un acceso limitado a los mercados, pero, de hecho, los países recuperan dicho acceso con notable rapidez.

6. La reestructuración implica unos costos significativos a corto plazo. Deben volver a redactarse los contratos; puede que los conflictos distributivos se amplifiquen y que se interrumpan las corrientes de crédito; puede que se generalice la quiebra. Sin embargo, el reajuste del tipo de cambio, cuando corresponda, y la reestructuración de la deuda, especialmente si dicha reestructuración es profunda, arrojan unos beneficios a largo plazo todavía mayores. Una reestructuración superficial puede causar años de inestabilidad y obligar a realizar más reestructuraciones. Lo que se necesita es un mecanismo que no imponga sanciones excesivas a causa de la reestructuración. Los tratados bilaterales de inversión concluidos recientemente han empeorado bastante la situación.

7. Las soluciones de mercado por sí mismas no funcionarán. Los marcos jurídicos son importantes porque se ven afectadas muchas partes interesadas. Existen grandes conflictos de intereses entre los diferentes demandantes; controversias sobre las valoraciones; problemas de coordinación en los contratos; y diferentes dificultades relacionadas con los bienes públicos. De ahí que los tribunales deban intervenir para garantizar un trato justo a todas las partes. Las cláusulas de acción colectiva, basadas en las expectativas de que las soluciones de mercado funcionarán, no bastan.

8. La contratación de canjes de incumplimiento crediticio implica que algunas partes en las negociaciones de reestructuración de la deuda no tienen ningún interés en el resultado o desean que no haya ningún resultado, ya que pueden asegurarse contra el riesgo de impago o apostar a un mal resultado. De este modo, los intereses de las partes en la mesa de conversaciones no coinciden necesariamente con los intereses reales de nadie. Eso ha destruido la eficacia del antiguo sistema de negociación. Los bonos vinculados al producto interno bruto (PIB) constituyen una innovación que ayuda a ajustar los incentivos, de modo que a los acreedores les interesa el éxito de los deudores. No obstante, los mercados financieros se han resistido a esta mejora.

9. Se necesita una organización mundial de la quiebra. Entonces una entidad soberana podrá iniciar una resolución de insolvencia, seguida de la suspensión de las acciones de los acreedores por préstamos concedidos en situaciones de atrasos y controles temporales a los flujos de capital. La entidad soberana propondrá una reestructuración y quienes opinen que se les está tratando de forma injusta podrán presentar una contrapropuesta. Un tribunal de quiebras fallará sobre las propuestas.

10. Mientras tanto, se necesita una solución intermedia que reconozca la importancia de imponer controles de capital o impuestos a la salida de divisas en caso de crisis. Asimismo, debería haber un reconocimiento mutuo de la legislación de quiebras y los procedimientos para resolver los conflictos jurisdiccionales. La entidad soberana propondrá una resolución alternativa y un servicio de mediación ayudará a evaluar las consecuencias de las diferentes resoluciones propuestas. Se necesita un conjunto de normas que definan qué deudas son superfluas, cuáles deben perdonarse y otras cuestiones.

11. La experiencia de la Argentina muestra que, aunque la reestructuración es costosa, la ausencia de reestructuración puede serlo todavía más. La reestructuración dio lugar a un período de crecimiento muy sólido en la Argentina que no terminó hasta la crisis financiera mundial de 2008.

12. Las perspectivas de los mercados financieros deben tratarse con cuidado durante las deliberaciones sobre la reestructuración. Los mercados financieros tienen intereses particulares, pero solo constituyen una

de las partes en la negociación. Además, sus préstamos excesivos fueron precisamente la causa del problema.

Mesa redonda sobre la arquitectura para la reestructuración de la deuda

13. **El Presidente** indica que, dado que más países están experimentando problemas con la deuda, en particular en el mundo desarrollado, las propuestas para crear una institución de reestructuración de la deuda deben comenzar a recibir más atención.

14. **El Sr. Chodos** (Director Ejecutivo, Fondo Monetario Internacional) afirma que las soluciones de mercado no son eficaces porque los demandantes, entre los que se encuentran banqueros, intermediarios, inversores, acreedores, depositantes y fondos de alto riesgo, son demasiado diversos, lo que da lugar a una falta de armonización de los intereses. La visión que tienen los fondos de alto riesgo de sus inversiones es diferente a la de otros demandantes porque no son acreedores ni prestamistas en sentido estructural y no actúan como otras partes interesadas. El problema de los incentivos debe ser central en todo mecanismo nuevo.

15. En la reestructuración se presta demasiada atención al acceso a los mercados, conforme a la falsa creencia de que este es un indicio del éxito de una reestructuración. La capacidad de pago del país prestatario debe ser un elemento central de todo mecanismo nuevo.

16. En el pasado, los resultados emanaban del diseño de marcos institucionales. Sin embargo, para evitar el problema de las reestructuraciones repetidas, es necesario retroceder y alejarse de los resultados deseados. En Grecia, por ejemplo, la proporción de la deuda con respecto al PIB es peor ahora que antes de la reestructuración. Pueden ser necesarias más reestructuraciones.

17. **El Sr. Humes** (Presidente y Director General, Greylock Capital Management, LLC) indica que los retrasos en el inicio de las negociaciones de reestructuración constituyen un problema importante. En una reunión celebrada en 2010, todos los asistentes con experiencia en mercados emergentes señalaron la insostenibilidad del perfil de la deuda de Grecia. No obstante, ninguno de los europeos presentes estaba dispuesto a reconocer el problema.

18. La determinación de factores desencadenantes puede ser útil para atraer la atención hacia los problemas en una fase más temprana y comenzar el proceso de reestructuración. Lo principal debe ser el gasto que el servicio de la deuda implica para la economía, en lugar de la proporción absoluta de la deuda con respecto al PIB. Aunque es importante señalar la insostenibilidad del perfil de la deuda de un país, deberá tenerse cuidado de no imponer un programa de reestructuración a un país cuya economía esté creciendo y, en general, funcione bien.

19. A pesar de que una reestructuración de la deuda soberana puede, en teoría, resolver muchos problemas, pueden surgir dificultades prácticas en la ejecución. Algunas reestructuraciones recientes han resultado bastante constructivas, ya que el prestatario ha reconocido su problema y los acreedores han recibido una alerta oportuna. Los acreedores por lo general, toman nota cuando un país experimenta dificultades y adoptan medidas preventivas. En el caso de Chipre, cuando los problemas se hicieron evidentes, las partes interesadas se reunieron a deliberar, en lugar de eludir su responsabilidad.

20. Desde 2001, los procesos de reestructuración *ad hoc* han mejorado y las reestructuraciones se realizan más rápidamente. A pesar de los problemas observados en el caso de Grecia, como los acreedores disidentes en el sector oficial y los bancos centrales, se ha compartido la carga. Estas dificultades pueden abordarse a través de un mecanismo, pero un obstáculo fundamental es cómo abordar el problema de los acreedores del sector oficial. Entre bambalinas, las reestructuraciones en curso están funcionando bastante bien. Si se aplica un mecanismo, debe orientarse hacia los aspectos que funcionan bien.

21. **La Sra. Nache-Zandstra** (Socia, Clifford Chance) manifiesta que, en un contexto en el que la quiebra no es una solución posible ni preferida y en el que la reprogramación, las reestructuraciones, las recompras o los repudios son la norma, las moratorias pueden proporcionar una plataforma de compromiso temprano. La reducción del tiempo que demoran las entidades soberanas en reconocer y enfrentar sus problemas de insostenibilidad de la deuda y el fomento de una respuesta temprana redundarán en gastos más reducidos a largo plazo. Las moratorias también pueden dar a las entidades soberanas y a los acreedores cierta estabilidad financiera para decidir acerca de un plan de reestructuración antes de que se produzca el

incumplimiento. El acceso a nueva financiación en la categoría de deudor en posesión es viable en el contexto de una moratoria.

22. Combinada con la suspensión, una moratoria puede evitar el incumplimiento cruzado y la aceleración de las obligaciones, así como los litigios. Las moratorias corporativas han unido a los acreedores para elaborar un plan unificado, algo que no siempre ocurre en el contexto soberano sobre la base de unas negociaciones de buena fe. Asimismo, puede que las moratorias disminuyan la incertidumbre y el contagio en circunstancias en que el acuerdo sobre el alcance de la reestructuración todavía no está próximo. También pueden crear un marco para establecer un mejor conjunto de prioridades.

23. El alcance de la moratoria deberá acordarse. La prueba corporativa de la incapacidad del deudor de pagar las deudas cuando estas vencen no puede funcionar como factor desencadenante, ya que, técnicamente, una entidad soberana no puede volverse insolvente. La falta de sostenibilidad de la deuda es más importante. Puede haber un aplazamiento de los pagos de intereses únicamente o una suspensión de los pagos más amplia, y también pueden producirse situaciones en las que el deudor no dese dejar de realizar los pagos. La moratoria puede incluir una cláusula de suspensión legal de los litigios, o una dispensa en algunos casos de incumplimiento o renuncia a los derechos de aceleración. En el contexto corporativo, las moratorias normalmente duran 90 días, pero puede que algunos deudores quieran ampliar el período.

24. Cabe considerar también si debe haber factores desencadenantes para la resolución de la moratoria si, por ejemplo, no hay progreso en las negociaciones; cuál debe ser el alcance del trabajo durante una moratoria; y hasta qué punto debe delegarse la tarea de llevar adelante las negociaciones en los titulares de bonos. Una preocupación es que quizá sea más probable que el deudor, consciente de la posibilidad de una moratoria, contraiga más deuda durante el período en que se van intensificando sus problemas.

25. Una moratoria puede desencadenar un canje de incumplimiento crediticio, y puede tener consecuencias como el descenso de la calificación o el deterioro del valor de los activos del balance general de las instituciones financieras demasiado pronto en el proceso. El universo de los acreedores cambiará con el

tiempo y se desconoce qué implicará eso en la práctica. Puede que se fijen límites en cuanto a las reclamaciones que pueden ser objeto de una moratoria. Una moratoria puede convertirse en un asunto reservado en virtud de una cláusula de acción colectiva o estar sujeta a la aceptación por parte de un titular de bonos o a un factor desencadenante automático. Una solución contractual exigirá considerar la creación de un comité de titulares de bonos.

26. Será necesario determinar si la composición del comité de titulares de bonos se limitará a los titulares principales o los representantes del sector minorista; quién pagará los gastos del comité que hará avanzar las negociaciones de la moratoria; y cuál será el mandato del comité. Puede que, cuanto más prescriptivo sea el mandato, más difícil resulte llegar a un acuerdo entre los deudores y los acreedores sobre el mecanismo contractual. Es importante observar quién se ve obligado por la moratoria, como otras agrupaciones de acreedores, prestamistas bancarios, contrapartes en convenios de canje, bancos multilaterales y entidades financieras del sector público.

27. El Fondo Monetario Internacional, entre otros, ha considerado la imposición de moratorias, pero la idea no se ha llevado a la práctica. Debe reexaminarse. Sobre la base del marco contractual actual en virtud del cual se emite la deuda soberana, será posible considerar las moratorias voluntarias como elemento contractual adicional, pero existen dificultades jurídicas y prácticas.

28. Debe examinarse el valor de las moratorias en una crisis de liquidez, frente a una crisis de solvencia, así como la cuestión de si un aplazamiento del pago en virtud de una moratoria puede tener consecuencias graves para el acceso continuado del deudor a los mercados. Los países pueden considerar los acuerdos de moratoria, incluso los voluntarios, como una imposición de restricciones no deseadas. Los acreedores quizá piensan que el sistema actual les permite relacionarse con los deudores conforme a sus propias condiciones. Una moratoria puede crear un incentivo para que los acreedores vendan los activos a un precio muy bajo en cuanto se alcance el nivel del desencadenante.

29. Otras ideas que desde el punto de vista contractual pueden mejorar la reestructuración de la deuda soberana incluyen la aclaración de la disposición *pari passu*, un mayor uso de fideicomisarios para

promover la aplicación por parte de una sola entidad y el prorrateo del producto recuperado. Las instituciones financieras deben prestar más atención a los bonos vinculados al PIB. Pueden desarrollarse instrumentos para las entidades soberanas con opciones de aplazamiento del pago de intereses o del capital similares a las de la esfera del capital reglamentario bancario y de los seguros con el fin de tener más flexibilidad a la hora de demorar los pagos en momentos difíciles.

30. **El Sr. Buchheit** (Socio, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton) afirma que, hasta que se implante un régimen transnacional de quiebra, la entidad soberana deudora no puede solicitar que los acreedores realicen la reestructuración. Se asume que todos los acreedores concederán a los deudores el alivio pretendido con una reestructuración. Si un número significativo se niega a participar, quizá haya que rediseñar la reestructuración.

31. Aunque es posible que un grupo pequeño de acreedores disidentes no supongan una amenaza financiera importante, constituyen, sin embargo, un problema emocional para el deudor y los demás acreedores. El deudor recordará la amarga austeridad impuesta a los habitantes del país y el hecho de que otros acreedores hayan proporcionado un alivio de la deuda doloroso, mientras que el disidente o los disidentes exigen la devolución plena y hacen referencia a la inviolabilidad de los contratos. Los prestamistas que han prestado 100 céntimos de dólar o euro y aceptado un acuerdo para que se les devuelva el 50% no verán con buenos ojos a otro prestamista que haya pagado solo 30 céntimos en un crédito y que ahora exija y quizá reciba 100.

32. Estas situaciones pueden enfrentarse con incentivos positivos o negativos. Se puede adaptar la reestructuración a las preferencias y las limitaciones reglamentarias individuales de los acreedores. Por ejemplo, las opciones pueden incluir instrumentos con tipos de interés fijos y variables, instrumentos que se intercambien a la par y una elección entre préstamos de 100 céntimos de dólar y otros reducidos, pero con un tipo de interés más elevado.

33. En algunas reestructuraciones corporativas, se pide a los acreedores que acepten capital social en reemplazo de su demanda de deuda, con la posibilidad de un aumento del valor si a la empresa le va bien. En el caso de una entidad soberana, puede proporcionarse a los acreedores un instrumento de recuperación del

valor que saldará la deuda si el país deudor experimenta una recuperación en algún momento en el futuro. Los exportadores de petróleo que realizaron transacciones con bonos Brady en la década de los noventa dieron garantías a los acreedores en las que se comprometían a compartir los beneficios si el precio del petróleo superaba cierto nivel. Algunos deudores ofrecieron garantías subsidiarias para el nuevo instrumento. Casi todos los bonos Brady contaban con garantías de devolución del capital cuando se cumpliera el plazo. En otros casos, la reestructuración vincula el nuevo instrumento emitido para los acreedores comerciales al cumplimiento de los pagos de un préstamo a un acreedor oficial.

34. Un incentivo negativo presente en todas las reestructuraciones de la deuda soberana es la amenaza explícita o implícita de que no se pagará a los acreedores disidentes y de que estos deberán litigar durante años, quizá decenios. Otros enfoques incluyen centrarse en las condiciones no relacionadas con el reembolso de un instrumento de deuda, como la exención de la inmunidad soberana; el sometimiento a la jurisdicción; o la elección del derecho aplicable, en lugar de en el monto o la fecha de pago. Si dichas condiciones se modifican de forma que se reduzca su valor para el titular, la decisión del acreedor disidente de continuar o no con un instrumento enmendado se verá afectada.

35. Las cláusulas de acción colectiva, disposiciones contractuales a través de las cuales los titulares pueden aprobar la reestructuración por mayoría calificada y hacer que la decisión sea vinculante para el resto, son comunes. El control del proceso por mayoría calificada es una característica principal de las normas de reorganización corporativa. Una mayoría calificada de los acreedores eliminaría toda minoría disidente y, por tanto, la posibilidad de que haya acreedores disidentes.

36. Resulta especialmente difícil aplicar un instrumento de deuda soberana contra una entidad soberana. Las entidades soberanas no suelen mantener activos a su nombre fuera de su jurisdicción y los activos que poseen, como las embajadas y los consulados, gozan de inmunidad jurídica especial. A un acreedor disidente no le será demasiado difícil obtener una sentencia de un tribunal, pero esta solo es un documento. La sentencia no otorga la indemnización financiera, a menos que se encuentre un activo que reclamar. Algunos acreedores siguen buscando activos

que reclamar tras el incumplimiento de la Argentina en 2001.

37. En mayo de 2003, como parte de la reestructuración de 140.000 millones de dólares de deuda iraquí, el Consejo de Seguridad aprobó la resolución 1483 (2003), que inmunizaba todo el petróleo y los activos financieros del Iraq frente a todos los procesos judiciales en cualquier lugar del mundo, de modo que los acreedores disidentes sabían que no encontrarían activos que reclamar. Se trata del único caso en que la comunidad internacional actuó para modificar el equilibrio de una reestructuración soberana. La reestructuración del volumen de la deuda de la época de Saddam Hussein ha progresado y ha sido brutal para los acreedores.

38. La reestructuración de la deuda soberana debería reproducir las características principales de las quiebras corporativas. Debe adoptarse una decisión acerca de si es necesario reestructurar y de si la carga se ha distribuido de forma justa entre los distintos grupos de acreedores. Eso no resulta fácil en el contexto soberano, ya que exige una determinación de si el grado de austeridad fiscal que se les exige a los ciudadanos y a otros acreedores es justo.

39. El control del proceso por parte de una mayoría calificada de acreedores constituye una característica principal de las quiebras corporativas y debe reproducirse en la reestructuración de la deuda soberana. Asimismo, puede usarse la suspensión automática, que implica que los acreedores no pueden recurrir a las soluciones jurídicas ordinarias.

40. El orador sugirió en un artículo reciente sobre Chipre que quizás los europeos, que contaban con un tratado a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad para proporcionar asistencia financiera a los países miembros de la zona del euro que experimenten dificultades, puedan considerar algo parecido a lo que hizo el Consejo de Seguridad en el Iraq en 2003. La propuesta consiste en que, si un acreedor invitado a participar en una reestructuración de la deuda apoyada financieramente por el Mecanismo Europeo de Estabilidad se niega, entonces, para ese único acreedor, los activos del deudor en la zona del euro se verían inmunizados frente a cualquier tipo de proceso judicial. No se trata de un intento de modificar los derechos del acreedor, pues este siempre puede obtener un fallo. No obstante, la decisión sí afectaría la capacidad de ejecución en lo que respecta a los activos soberanos.

41. **El Sr. Haley** (Director Ejecutivo, Banco Interamericano de Desarrollo), hablando a título personal, indica que la arquitectura financiera internacional no se ha mantenido a la altura de los cambios producidos en el sistema financiero mundial. En el pasado, el problema de la deuda soberana se resolvería de forma sencilla: los acreedores enviarían a sus matones y se adueñarían de la aduana.

42. En la etapa actual, posterior a los acuerdos de Bretton Woods, con el desgaste del consenso que existió en las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial, los países han intentado lograr un aumento de la integración financiera. Durante la etapa de los acuerdos de Bretton Woods, los problemas de la balanza de pagos solían ser cuestión del 2% o el 3% del PIB o algo más. En las condiciones actuales, los problemas de la balanza de pagos constituyen crisis del sector financiero. Las crisis son mucho mayores porque el problema consiste en convertir las existencias de activos, en lugar de las corrientes, y las existencias de activos pueden ser mucho mayores. Las crisis recientes, que han implicado el 10%, el 12% o el 15% del PIB, se parecen a los pánicos bancarios o las quiebras de bancos, durante los cuales los inversores se dirigen apresuradamente al banco central con el fin de cambiar los activos nacionales por activos extranjeros.

43. Por lo tanto, la carga de ajuste que pesa sobre los países en esas crisis es mucho mayor. Sin embargo, el Fondo Monetario Internacional, que se creó para hacer frente a los problemas de una época anterior, ha respondido intentando lograr un equilibrio sensato entre el financiamiento y el ajuste. Ahora se encuentra en la posición de intentar catalizar el capital privado a través de sus préstamos. En los casos en que lo logra, como podría decirse que ocurrió en el Brasil hace poco más de un decenio, evita las perturbaciones económicas y sociales, pero, cuando no lo logra, acarrea más problemas fundamentales relacionados con la insolvencia, así como con la iliquidez, y la consecuencia puede ser una crisis prolongada. El ajuste, es decir la compresión de la demanda interna, el gasto privado, la inversión y los gastos públicos necesaria para obtener un equilibrio en la balanza de pagos, es, por lo tanto, mayor y, aunque el Fondo no desea realizarlo, carece de instrumentos para adoptar cualquier otra medida.

44. Una solución posible sería dotar al Fondo u a otro organismo internacional de los recursos necesarios para convertirse en un banco central mundial. Frente a una

quiebra bancaria caracterizada por el pánico, proporcionaría liquidez con buenas garantías subsidiarias y las salvaguardias apropiadas. No obstante, no hay consenso internacional y no es necesariamente la solución correcta.

45. Una segunda opción es ampliar la definición de ajuste más allá del enfoque de la absorción interna aplicado por las instituciones de Bretton Woods para que incluya el ajuste de las reclamaciones del sector privado con respecto a la entidad soberana. La deuda soberana debida a otras entidades soberanas puede reprogramarse o reducirse en el Club de París, pero la arquitectura internacional no cuenta con medios significativos de promover la reestructuración oportuna y ordenada de las reclamaciones privadas.

46. El Fondo promovió el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana hace un decenio para crear otro instrumento para mejorar la gestión de las crisis financieras mundiales y, al hacerlo, intentó reproducir algunas características clave de las legislaciones nacionales de quiebras. Las legislaciones nacionales de quiebras permiten reducir la carga de la deuda para evitar los incentivos perniciosos generados cuando los beneficios de la política de ajuste se dirigen principalmente a los acreedores extranjeros. A nivel nacional, la liquidación de la deuda se realiza bajo la supervisión de un juez que tiene en cuenta muchos intereses diferentes, con la participación de todas las partes interesadas correspondientes. Los principales problemas son la sostenibilidad de la deuda y el grado de ajuste fiscal que puede soportarse. El sector privado se opuso a la versión inicial del mecanismo de reestructuración de la deuda soberana y reconoció que, cuando el propio Fondo es uno de los acreedores principales de la entidad soberana que realiza la reestructuración de la deuda, no puede aconsejar desinteresadamente a sus miembros. Como consecuencia de ello, se eliminó el papel del Fondo en las iniciativas por determinar, forzar u orientar la liquidación de la deuda.

47. Otro objetivo del mecanismo de reestructuración de la deuda soberana es limitar la incautación de activos a través de la promoción de las moratorias. Con ello se proporciona cierto alivio para implantar políticas prudentes, se mantiene el valor de los activos para los acreedores y se aumenta el tamaño del pastel, de modo que los ciudadanos del país no tengan que asumir cargas excesivas a causa del ajuste. La

propuesta de reestructuración de la deuda soberana se bloqueó hace un decenio.

48. La mayoría de los participantes en los mercados sostendrán que la reestructuración voluntaria de la deuda en el decenio pasado fue relativamente rápida y contó con un alto grado de participación. Salvo en el caso de la Argentina, estuvo desprovista de litigios. Al hacer que las ofertas de intercambio voluntario dependan de unos umbrales mínimos de participación, el deudor puede ayudar a eliminar los problemas de la acción colectiva relacionados con lograr que los acreedores alcancen un consenso, siempre que ni el recorte ni la probabilidad de éxito de los disidentes sean demasiado elevados.

49. En el decenio pasado, el éxito de las cláusulas de acción colectiva en los mercados internacionales de obligaciones fue sorprendente, pero sigue habiendo problemas sin resolver. Un acreedor titular de un bono sujeto a una cláusula de acción colectiva tiene poco o ningún incentivo para aceptar un recorte sin algún tipo de garantía de que los otros acreedores están preparados para reducir su reclamación.

50. Algunos observadores creen que los enfoques voluntarios desarrollados el decenio pasado, aunque no son perfectos, constituyen una mejora considerable en relación con los temores de hace un decenio, mientras que otros opinan que sigue habiendo pérdidas de eficiencia. Para lograr la reestructuración voluntaria, debe estar presente la amenaza de medidas coercitivas. La cuestión es si un sistema de normas para la reestructuración de la deuda contribuirá a reducir la incertidumbre y a crear un entorno similar al que existe a nivel nacional, en el que muchas reestructuraciones se realizan bajo la influencia de los tribunales. En tales casos, ambas partes saben que, si no participan voluntariamente en la reestructuración, la controversia se trasladará al sistema formal de quiebras. Eso elimina muchas negociaciones complejas innecesarias y permite a las partes llegar a un acuerdo con rapidez.

51. Tiene sentido estudiar la cuestión de si se necesita una estructura más formal, como un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana. Aunque muchas innovaciones jurídicas del decenio pasado contribuyeron a promover las reestructuraciones voluntarias y reguladas, por cada innovación existirán otras que neutralicen o limiten la pertinencia de la primera, lo que hará que las reestructuraciones futuras sean más largas y difíciles. La velocidad y la facilidad

relativas de las reestructuraciones voluntarias del decenio pasado pueden obedecer más a un entorno propicio que a la naturaleza positiva inherente a las propias reestructuraciones.

52. Los retrasos son costosos. Reflejan un intento de apostar por el reembolso y el deseo de posponer un resultado negativo de la reestructuración y los costos asociados a causa de la perspectiva de un rescate financiero. No obstante, si al sector oficial también le preocupan los costos de la quiebra, quizá proporcione, en ausencia de un marco de reestructuración reglamentario, el rescate con demasiada rapidez y facilidad, lo que alienta a los deudores a apostar por el reembolso.

53. **La Sra. Young** (Belice) afirma que, debido a que Belice declinó un crédito comercial y rechazó el combinado de austeridad, impuestos más elevados y privatización desenfadada ofrecido por el Fondo Monetario Internacional, que ya había demostrado ser un fracaso, el país no contó con ningún mecanismo de apoyo de una institución financiera. Belice solicitó únicamente una garantía parcial de la reestructuración de su deuda, garantizada por la corriente futura de ingresos del sector petrolero oficial, pero solo recibió una exigencia de que aplicase políticas que aumentarían las repercusiones de la recesión y sumirían a más beliceños en la pobreza. Según informes de los medios de difusión, el Fondo está a punto de exigir que el Reino Unido ejerza *menos* autoridad, en lugar de más. Los mecanismos de crédito en condiciones operativas disponibles para los países desarrollados deberían estar disponibles también para Belice, pero el país es simplemente demasiado pequeño para salvarlo. Los balances del Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y otras instituciones de este tipo deben ser capaces de prestar más apoyo a las frágiles economías de los Estados pequeños de ingresos medianos.

54. Las economías emergentes merecen que se les dé más voz en el funcionamiento de las instituciones financieras multilaterales, y las soluciones deben adaptarse a los Estados pequeños. El marco para el desarrollo después de 2015 debe premiar las conductas que llevan a la supervivencia del planeta. Los Estados pequeños no solo necesitan una “sala de urgencias”, sino también una “sala de recuperación” fiscal. Debe abordarse la inestabilidad de los fundamentos económicos de los Estados pequeños, incluidos el PIB, los ingresos fiscales, los tipos de cambio y las

relaciones de intercambio. Debe tratarse el tema de las estructuras de deuda que hacen que las finanzas públicas sean menos susceptibles ante los factores externos; la indexación de la amortización del capital y el pago de los intereses a las exportaciones de los Estados pequeños; los precios de los productos básicos; la fase de desarrollo; las relaciones de intercambio; la tasa de crecimiento económico; los desastres naturales; y los ciclos económicos inevitables, como las recesiones. La gestión de la economía mundial debe establecer límites para los prestamistas desaprensivos. Una característica importante de la Gran Recesión fue la codicia desenfrenada de los mercados crediticios.

55. **La Sra. Isella** (Suiza) indica que la falta de un marco de apoyo a la reestructuración reglamentaria de la deuda soberana constituye una deficiencia notable en la arquitectura financiera internacional. Dicho marco reduciría el costo de los incumplimientos soberanos y alentaría una actitud más prudente en la concesión de préstamos, lo que disminuiría el riesgo de endeudamiento excesivo. El marco debe eliminar los incentivos para la disidencia y mejorar la previsibilidad del proceso y el intercambio de información entre deudores y acreedores. Probablemente incluiría un lenguaje normalizado para las cláusulas de acción colectiva y las disposiciones sobre los consentimientos de salida, las cláusulas de agrupación y los umbrales mínimos de participación. Aunque el marco debe facilitar la gestión de la reestructuración, no debe de ninguna manera volverla más atractiva.

56. **La Sra. Hay** (Nueva Zelanda) solicita aclaraciones sobre cómo elegir el momento oportuno para realizar la reestructuración. La oradora desea saber lo profunda que debe ser una reestructuración si su realización se programa antes del incumplimiento.

57. Aunque las medidas voluntarias del decenio pasado marcaron la diferencia, no basta con eso. Convendría disponer de más información sobre las medidas que pueden adoptarse a nivel internacional y sobre quién debe adoptarlas. Es difícil alcanzar un consenso internacional sobre un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana. Resultará útil saber si las medidas internacionales deben adoptar la forma de un tratado, si será más eficaz un enfoque intermedio, dado el tiempo que probablemente lleve instituir un mecanismo, y qué medidas serán más eficaces en la coyuntura actual.

58. **El Sr. Humes** (Presidente y Director General, Greylock Capital Management, LLC) manifiesta que, en el caso de Belice, distintos funcionarios se pusieron en contacto con los acreedores e iniciaron el diálogo, lo que tuvo como consecuencia un proceso exitoso y rápido. Muchos países europeos que implantaron programas del Fondo Monetario Internacional observaron un empeoramiento de la atención médica y la tasa de mortalidad, según informaron los medios de difusión. La atención médica de la población debe pagarse antes de establecer arreglos con otros demandantes. Contrariamente a las creencias populares, los representantes del sector financiero no desean, en general, robar los alimentos de los platos de los niños. De hecho, muchos han trabajado duramente para convencer a los acreedores disidentes y negociar tratos adaptados a sus necesidades.

59. **El Sr. Buchheit** (Socio, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton) afirma que los objetivos de un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana se están reproduciendo gradualmente caso por caso. La reciente reestructuración realizada en Grecia, la reestructuración de la deuda soberana más grande del mundo, afectó a 206.000 millones de euros de deuda de prestatarios del sector privado. Al parecer, el 93% del volumen de la deuda de Grecia se regía por la legislación del país y, por lo tanto, el Parlamento pudo aprobar una legislación que permitía que una mayoría cualificada de los titulares de los instrumentos decidiese sobre la reestructuración. Las iniciativas de reestructuración de la deuda trataron de reproducir la forma en que se administra la quiebra corporativa y la manera en que se administraría un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana si existiese en ese momento. El porcentaje de acreedores disidentes ha sido muy pequeño.

60. **El Sr. Chodos** (Director Ejecutivo, Fondo Monetario Internacional) indica que el resultado es lo más importante. Queda por determinar si la reestructuración de Grecia resulta sostenible o si se necesitarán más reestructuraciones. Desde el punto de vista estructural, el ejemplo de Grecia ha sido efectivamente muy exitoso, pero, en esencia, ha resultado más bien infructuoso, quizá porque otras cuestiones distintas de la capacidad de pago constituyeron una prioridad en el diseño de la reestructuración. Independientemente de la estructura empleada para canalizar el proceso a nivel institucional, el resultado debe ser un aumento del

crecimiento, sin el cual la estructura de la deuda no será sostenible. Si la estructura del marco institucional no garantiza el resultado deseado, se necesitarán más reestructuraciones.

61. **El Sr. Schuldt** (Ecuador) solicita más información sobre la reestructuración de Grecia, incluida la reestructuración de la economía y el mercado financiero nacionales realizada posteriormente. Asimismo, considera útil que se abunde en la diferencia entre los distintos tipos de acreedores y las medidas adicionales que cabe adoptar en cuanto a la deuda superflua o legítima.

62. Las medidas adoptadas por el Ecuador le permitieron ahorrar 7.000 millones de dólares y propiciaron un descenso significativo de la asignación de recursos al reembolso de la deuda. El dinero ahorrado en el servicio de la deuda puede reasignarse al crecimiento y la recuperación económicos, conforme a las necesidades del país. El nuevo mecanismo reglamentario y las propuestas para establecer un tribunal mundial de quiebras deben tener en cuenta esta cuestión.

63. **El Sr. Hawezy** (Iraq) indica que los prestamistas han descrito la reestructuración de su país como desastrosa. Ese problema se heredó del régimen anterior. En el futuro, los prestamistas deben entender la necesidad de mejorar los contratos y la vigilancia. En el Iraq, el dinero impulsó las guerras con los países vecinos y permitió a un dictador continuar con su programa militar. Antes de prestar cientos de miles de millones de dólares, los países y las instituciones privadas deberían preguntar a qué va a destinarse el dinero. Los prestamistas deben implicarse en el proceso y averiguar si el dinero se emplea para una buena causa, porque corren el riesgo de no recibir ningún reembolso. En ese caso, la situación fue un desastre, no solo para los prestamistas, sino también para la región y los iraquíes. A pesar de las iniciativas del Fondo y del Banco Mundial, no todos los países y las instituciones han cancelado su deuda.

64. **El Sr. Humes** (Presidente y Director General, Greylock Capital Management, LLC) dice que el sector privado asumió su parte de la carga en Grecia. Se incluyó en el proceso cuando se hizo evidente que un recorte del valor del capital del 25% no sería factible. Al final, se rebajó el valor del capital en un 53,5%, se ampliaron los plazos de vencimiento y se aplicó una reducción del cupón, lo que volvió muy manejable esa

parte del volumen de la deuda del país. No obstante, antes de que se firmase el acuerdo, el Banco Central Europeo y todos los bancos centrales de Europa con los mismos bonos que los que iban a sufrir la reestructuración los sacaron y realizaron un canje, de forma que se evitó el recorte y el problema de la carga de la deuda del país se dejó sin resolver.

65. La Unión Europea prestó a Grecia 10.000 millones de euros para recomprar los bonos con cupón a largo plazo del sector privado que pagan intereses bajos y reducir así la proporción de la deuda con respecto al PIB al 124% en 2020, lo que supondría solo una leve carga para la economía. Aunque eso impulsó los precios en el mercado secundario, se trata de un uso absurdo de la financiación. Sería mejor emplear un préstamo de tal magnitud para estimular la actividad económica, lo que ayudaría al sector oficial a reducir el volumen de su deuda.

66. La cuestión de la deuda superflua es muy complicada. En la reestructuración de Filipinas se incluyeron los préstamos para una central nuclear, que probablemente constituyen una deuda superflua, pero resultaba más barato integrarlos en la reestructuración general. Deben realizarse concesiones para garantizar que la reestructuración sea eficaz en general.

67. **El Sr. Buchheit** (Socio, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton) dice que, si el volumen de la deuda de Grecia sigue siendo incontrolable, eso ya no es responsabilidad de los prestamistas comerciales. En Grecia hay 31.000 millones de dólares en manos del sector privado, frente a más de 300.000 millones de euros en 2010. Eso quiere decir que el 90% del volumen de la deuda ha sido cancelado o ha pasado a las manos del sector oficial. Las deliberaciones sobre otra reestructuración, de ser necesaria, se desarrollarán en Bruselas, no con los acreedores privados.

68. La idea de una deuda tan repugnante que un gobierno sucesor no pueda asumirla honorablemente es un concepto difícil y peligroso. Todos los gobiernos consideran a sus predecesores culpables de algún tipo de mala gestión. Si un nuevo gobierno tiene la opción de repudiar las obligaciones contraídas por sus predecesores, muchos gobiernos la aprovecharán.

69. Nada tenía de sutil el régimen de Saddam Hussein. Los prestamistas sabían exactamente qué estaba haciendo. En cuanto a la reestructuración de la deuda que ocurrió finalmente en el Iraq, que implicó una condonación del 80% del valor nominal de la

deuda o, a valores actuales netos, una deuda incobrable de aproximadamente el 90%, puede presentarse un argumento moral fuerte de que los acreedores que respaldaron el régimen de Saddam Hussein hicieron una mala elección. Los prestamistas tienen cierto grado de responsabilidad antes de anticipar dinero a las entidades soberanas y a ciertos regímenes. Si comprueban que el dinero se usa de forma inapropiada, entonces quedarán advertidos de que, si se produce un cambio de régimen, quizá no se les reembolse la totalidad del monto prestado.

70. **El Sr. Haley** (Director Ejecutivo, Banco Interamericano de Desarrollo) manifiesta que una forma de pensar en el desafío futuro es visualizar un espectro, con un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana y una organización internacional de quiebras en un extremo y la reestructuración voluntaria en el otro, e intentar encontrar un término medio. Puede crearse un foro voluntario de la deuda soberana donde se celebren reuniones oficiosas de reestructuración de la deuda, similar al Club de París. Con el tiempo, podrá desarrollarse un caudal de conocimientos y convenciones jurídicas.

71. La liquidación de la deuda es un proceso de negociación entre los acreedores y el deudor. El suministro adecuado de información y la confianza en la información facilitada por la otra parte pueden ayudar a facilitar una reestructuración más oportuna. Los acreedores del sector privado y las entidades soberanas pueden participar de forma voluntaria, y al mismo tiempo tratar de reproducir algunas de las funciones importantes del enfoque reglamentario.

Observaciones finales y clausura de la reunión especial

72. **El Presidente**, al resumir las deliberaciones, manifiesta que, debido a que el problema de la deuda afecta en la actualidad al mundo desarrollado, tienen consecuencias significativas en lo que respecta a los riesgos sistémicos mundiales. A pesar de que los costos asociados a la reestructuración son elevados, es mucho más costoso no realizar la reestructuración.

73. No existe un arreglo similar al de los tribunales nacionales de quiebras para la quiebra de la deuda soberana internacional. En aras de la eficacia y la equidad, es necesario hacer cambios en los enfoques actuales. Las cláusulas de acción colectiva no bastan para hacer frente a los problemas de

sobreendeudamiento cuando los países encaran un bajo crecimiento y el aumento de las primas de riesgo. Para encontrar una solución, es necesario reconocer los conflictos de intereses, buscar una vía práctica y no fijarse unas expectativas demasiado bajas.

74. *El Presidente declara clausurada la reunión especial.*

Se levanta la sesión a las 17.40 horas.