

## LAS CLAUSULAS DE ACCION COLECTIVA EN LA REESTRUCTURACION DE DEUDAS SOBERANAS : SU APLICACIÓN A LA LEGISLACION NACIONAL

Desde hace un tiempo he venido abordando en distintos foros la necesidad de instaurar un mecanismo legislativo internacional uniforme de reestructuración de deuda soberana . Esto es , que los Estados Nacionales con problemas de liquidez para afrontar sus compromisos financieros <sup>1</sup> dispongan de un sistema reglado para afrontar dicha situación evitando las graves deficiencias que muestra actualmente la arquitectura financiera internacional <sup>2</sup> . Esta profunda inquietud nos ha llevado a ensayar un mecanismo reglado de reestructuración de las obligaciones del soberano <sup>3</sup> para superar los inconvenientes que se presentan en las

---

<sup>1</sup> Los Países habitualmente afrontan problemas de iliquidez netamente financieros , pudiendo en mayor o menor medida disponer de de capacidades económicas para generar ingresos a través de distintos vías ( recursos naturales , industria ,servicios , impuestos , etc ) ; ello junto a la soberanía propia de un Estado y sus habitantes , determina que los Países no puedan quebrar sino reestructurar sus obligaciones .

<sup>2</sup> Ante la Insolvencia total o parcial de un Estado Soberana el conflicto con los acreedores se torna bilateral , pues estos tiende a iniciar pleitos en diversos tribunales internacionales lo que dificulta un acuerdo de renegociación global con ellos , poniendo en peligro la reestructuración de mayorías ya que algunos de aquellos se resisten a ingresar al mismo . Se trata de acreedores *holdouts* , que no aceptan la reestructuración de deuda y deciden continuar litigando en las jurisdicciones pactadas en los títulos de deuda emitidos por el País que ha declarado de *default* en el pago de ellos . Distinto es el caso de los “ *Vulture Funds* ” o fondos de inversión de capital de riesgo que compran deuda de Países con problemas de solvencia (*distressed debt* ) a valor del 10 o 20 % del capital nominal . Los coloquialmente llamados “ fondos buitres ” estructuran su negocio adquiriendo deuda soberana en dificultades litigando en la jurisdicción pactado en los bonos sin ingresar al proceso de reestructuración voluntaria que lleva adelante el País deudor , con el objeto de trabar medidas cautelares que obliguen al soberano a mejorar su posición de cobro por sobre lo acordado con la mayoría . La Argentina luego de una exitosa reestructuración ( canje de bonos en *default* por nuevos títulos en mejores condiciones de pago que los originarios ) afronta al momento de elaborar esta nota , una batalla decisiva en la Corte de Apelaciones de New York para intentar someter al acuerdo de mayoría a uno de los dos *Vulture funds* que no aceptaron la reestructuración lograda por nuestro País .

<sup>3</sup> Detallamos en sendas notas de doctrina – Diario La Ley del 24/6/2010 “Hacia un Proyecto de Insolvencia Soberana ” y 13/10/2011 “Una Ley de Insolvencia Soberana para volver a crecer ” , los antecedentes de la crisis financiera internacional que aun se mantiene , y alguna de sus características , así como las bases de un proceso de reestructuración de deuda soberana cuya aplicación debería estar a cargo de un Tribunal Internacional de expertos en el marco de la Naciones Unidas . Este procesos sustancialmente debería concordar con el habitual sistema de reconocimiento de créditos , negociación de un acuerdo y obtención de mayorías como habitualmente sucede en las legislaciones Nacionales para la reestructuración de deuda privada .

reestructuraciones de deuda de los Países , superando además la ilegitimidad e ilegalidad que importa la actuación en el mercado de bonos de los “ *Vulture Funds* “ .<sup>4</sup>

Hasta la fecha los intentos y proyectos ensayados <sup>5</sup> y las insistentes voces que alertan sobre la necesidad de encontrar una solución negociada y colectiva al problema de los Países endeudados se ha ido definiendo a favor de la utilización de las cláusulas de acción colectivas ( *Collective Action Clause* ) como mecanismo para sobrellevar una renegociación de bonos negociados por un Estado Soberano en el mercado internacional . Los debates se han intensificado a partir del año 2009 por efecto de la severa y prolongada crisis financiera que azota a las Economías de Europa y los EEUU producto del colapso de la economía desmaterializada introducida en la etapa de la denominada “ globalización “ , lo que ha resentido gravemente el sistema monetario Mundial , aún en fase de descomposición .

### **UN POCO DE HISTORIA :**

En realidad cuando hablamos de cláusulas de acción colectiva nos estamos refiriendo a contratos a término <sup>6</sup> , esto es obligaciones que cumplirán sus efectos en el futuro . Esas obligaciones futuras están sometidas a la incertidumbre económica del deudor , el cual puede ver modificadas sus condiciones a los largo del tiempo . El pago ha sido históricamente la principal variable de incertidumbre en las relaciones económicas , y el origen de las CAC ha estado justamente vinculado a ello . La modificación en las condiciones de cancelación de las obligaciones asumidas por el deudor ha dado marco a la irrupción de las CAC . Ya en 1920 algunas Naciones introdujeron en los contratos de deuda

---

<sup>4</sup> Se trata en su definición al inglés de un ave rapaz de gran tamaño , un buitre que se alimenta de animales muertos ; con ello ha querido definirse el accionar de estos fondos de riesgo que “ juegan ” por sobre las mayorías en un intento de optimizar su inversión ante la ausencia de un mecanismo legal internacional que se los impida .

<sup>5</sup> El mas conocido ha sido el ensayado durante el año 2011 por la Subdirectora Gerente del FMI Anne Krueger que impulso un sistema de reestructuración de deuda excluyendo del mismo a los organismos multilaterales de crédito dado su carácter de acreedores privilegiados . La funcionaria estableció claramente 2 sistemas de reestructuración : las llamadas Cláusulas de Acción Colectiva y el Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (MRDS) que ella pregonara . el cual fracaso por la resistencia de los bancos y acreedores privados , e incluso de sectores dentro del FMI .

<sup>6</sup> Gelperm 2003, Buchheit ,1998

modificaciones futuras en las condiciones originarias, como la República Checa en el año 1923 <sup>7</sup> en las que se requería solo el 50 % de los acreedores para modificar las condiciones de pago de la obligación asumida . Los Reinos de Serbia , Croacia y Eslovenia por la misma fecha introdujeron clausulas de aceleración en los pagos ante un evento de incumplimiento . Austria en el año 1924 <sup>8</sup> fija la autorización a un fiduciario para la modificación de condiciones originarias . Inglaterra desarrollo desde hace varias décadas una legislación específica sobre el funcionamiento de las CAC , que originariamente requería la conformidad de la totalidad de los acreedores . A partir de las crisis Mexicana de 1995 y la Argentina del 2001 se comenzó a investigar , escribir e impulsar sobre los contenidos del desarrollo para las CAC , cuya desarrollo se ensayo en la jurisdicción de New York , la principal plaza de colocación de títulos de deuda soberana . Incluso en los Estados y Municipios del País del Norte ha adoptado esta forma contractual en los últimos años bajo la idea de prevenir rescates públicos <sup>9</sup>

En el año 2002 , un informe del grupo de trabajo del G-10 <sup>10</sup> sobre CAC abordo un estudio sobre deuda soberana a los fines de encontrar una resolución mas ordenada a la crisis sistémicas de los Países emergentes – consideramos además previendo el escenario futuro en los Países desarrollados - .

Las recomendaciones del grupo de trabajo – posteriormente adoptadas en los contratos de emisión de deuda y en las principales jurisdicciones donde se emiten los títulos respectivos

---

<sup>7</sup>Bradley-Gulati “ Clausulas de Acción Colectiva para la zona del Euro . un análisis Empírico “

<sup>8</sup>Weidemaier , 2012

<sup>9</sup>Weidemair-Gulati . “ Historia de las Clausulas de Acción Colectiva “

<sup>10</sup> Grupo de los 10 Países celebro en 1962 un acuerdo general de prestamos aportando recursos adicionales al FMI , realizando cambios profundos en el sistema monetario mundial , entre ellos el acuerdo Smithsonian de 1971 por el cual se modifica el sistema de tipo de cambio fijo por el régimen de tipo cambio flotante . Ello – paradójicamente – coincide con la desaparición del ancla dólar-patrón oro , es decir que a partir de esa fecha el dólar circulante ya no estaría respaldado por el oro existente , lo cual implico reconocer la libre flotación entre las diversas monedas , sino también habilitar el inicio de la emisión monetaria , la devaluación del dólar y el reconocimiento indirecto del déficit publico de los EEUU , que seria solventado con emisión sin respaldo . Cuarenta años después los efectos de esa medida resultan evidentes en relación al valor actual de la moneda estadounidense y la descontrolada emisión monetaria que a puesto en jaque el sistema monetario mundial .

aconseja la utilización de las CAC ante graves dificultades financieras del soberano . Insta a definir un representante de los tenedores ( fiduciario del derecho ingles ) con el objeto de actual como interlocutor del País en dificultades . La colaboración del soberano y el dialogo entre las partes es definido como pauta de actuación , poniendo acento en la información que el deudor debe proporcionar a los bonistas durante la vigencia del bono y ante la situación de incumplimiento . El G-10 considera que el elemento principal de las CAC es la clausula de modificación de mayorías calificada para emprender la reestructuración . Establece como optima una mayoría de modificación del 75% de los bonistas y un quórum del 75 % de ellos en la reunión de modificación , pudiendo bajar sensiblemente ( 25%) el mismo se segunda convocatoria , como lo establece la legislación Inglesa .El grupo de trabajo considera que en otras jurisdicciones son aceptables umbrales menores de mayoría (Japón 66,6% )

Se aconseja privar del derecho de voto al bonista de propiedad o controlado directa o indirectamente por el emisor o el canje de bonos por nuevos instrumento en tanto la mayoría calificada de acreedores los acepte .Sin embargo , se reitera a lo largo del trabajo la posibilidad que cada jurisdicción contemple “ el umbral “ de mayorías correspondiente para efectuar las modificaciones en cada caso .

La distribución a prorrata de los cobros de deuda debe ir acompañada de una CAC que impida la ejecución individual de un bonista , que frustre el acuerdo de conjunto y habilite a un acreedor a litigar individualmente con el deudor soberano .

El resultado de estas recomendaciones dieron anclaje a las clausulas que a partir del año 2003 fueron incorporándose en la mayoría de las emisiones de deuda soberana .

### **QUE SON LAS CAC :**

Como adelantáramos en la introducción , las *Collective Action Clause* son condiciones contractuales<sup>11</sup> que se introducen en los prospectos de emisión de bonos del Estado ( o de

---

<sup>11</sup> Se las denominas solución contractual , en contraste con la solución estatutaria que pregonó el FMI a través del (MRDS) en tanto son directamente los deudores quienes introducen en el contrato de emisión de los bonos de deuda emitidos o de una serie de ellos , la posibilidad de modificar diversos tipo de condiciones originarias durante el tiempo de pago de los mismos , los que pueden ser amortizados incluso durante varias décadas .

una serie de ellos )<sup>12</sup> generalmente emitidos con las principales jurisdicciones financieras el mundo . La utilización que hacemos del término jurisdicción lo es en orden a que los Países centrales donde habitualmente se emite deuda soberana o corporativa han ido disponiendo de legislación especial sobre CAC que establecen condiciones generales de aplicación de las mismas , entre ellas la jurisdicción judicial local para llevar adelante las reestructuraciones o el tratamiento de los litigios judiciales emergentes<sup>13</sup> .

Entre las principales cláusulas insertas en un título de deuda o serie de ellos podemos encontrar : 1) Cláusulas de Representación : donde se fija un comité de representación de los acreedores –grupal o individual – para coordinar la relación con el deudor y el conjunto de tenedores de bonos. Estos representantes pueden negociar directamente con el deudor – EEUU- en orden a su representación o necesitar convocar - quórum mediante – a los bonistas individuales para la toma de decisiones – Inglaterra - .

2) Cláusulas de Mayorías : Determinan las mayorías requeridas para una reestructuración de las condiciones de pago ( quitas , plazos , tasa de interés ) que oscilan entre un 66,66 % a un 75 % de los mismos – incluso hay casos en que se acepta pequeñas minorías que no llegan al 20% ante inexistencia de quórum- , imponiendo a la minoría la decisión adoptada a la totalidad de los tenedores<sup>8</sup> . Los porcentajes de votos para la modificación de condiciones originarias han venido disminuyendo en forma sistemática a partir del año 2003 , por el efecto espejo de la crisis de Argentina . En los últimos años Argentina ,

---

<sup>12</sup> Los bonos emitidos por un Estado soberano han sido el mecanismo contractual desarrollado a partir de la década de 1980 para la contratación internacional de deuda pública . La crisis de deuda de la década aludida encontró a los Países deudores frente a entidades financieras ( Bancos ) o conjunto de Bancos ( sindicato de acreedores ) como los principales prestatarios lo que derivó en el denominado Plan Brady ( Primero fue el Plan Baker y luego el Brady – por el subsecretario del Tesoro de los EEUU)- donde se salvó a los Bancos acreedores mediante la emisión de Bonos Brady colocados entre inversores institucionales de todo el mundo como así también mediante la capitalización de deuda con activos públicos de los Países . A partir de ese entonces y a través del nuevo esquema instaurado por la llamada “ globalización financiera “ la desmaterialización y securitización de las emisiones de deuda se canalizaron a través de Bonos emitidos en las principales plazas financieras Mundiales y sus tomadores se atomizaron en miles de inversionistas , conviviendo jugadores importantes con el pequeño inversor , vendiendo los primeros sus tenencias en forma rápida y permanente los títulos adquiridos .

<sup>13</sup> Londres y New York son las principales plazas de jurisdicción para las CAC .

Uruguay , Rep Dominicana y Grecia han impuesto estos porcentuales para varias condiciones de emisión .<sup>14</sup>

3) Clausulas de Aceleración : Luego de producirse el impago los tenedores de los títulos pueden considerar vencido la totalidad de la deuda , con sus intereses incluidos , lo que se denomina aceleración de la cancelación del crédito . Los límites impuestos en estas clausulas impiden que uno o pequeño grupo de bonistas obstruyan una reestructuración de los mismos.

4) Clausulas de inicio de acciones Legales : Los tenedores con derecho de iniciar acciones legales frente al impago de un bono pueden iniciar acciones legales contra el deudor – excepto la designación originaria de un fiduciario para tal fin - , impidiendo la inclusión de CAC el inicio de acciones individuales de los tenedores .

5) Clausulas de Reparto : establecen que los pagos realizados por el País deudor deben distribuirse a prorrata ( proporcional ) entre el conjunto de tenedores , pretendiendo desincentivar el reclamo o litigio individual de cada acreedor .

6) Clausulas de Reuniones Obligatorias de Bonistas : como lo detalláramos en el punto de la representación ,en la legislación Inglesa se requería la reunión total de bonistas para votar cambios en la condiciones del título y la unanimidad de decisión , porcentaje que fue disminuyendo a partir del año 2003 . La crisis de deuda Argentina y la aparición de fondos Holdouts que resisten el ingreso a una renegociación general poniendo en peligro la misma , impuso la disminución de la brecha porcentual y el paulatino desarrollo de las CAC , lo cual vino a consolidarse a partir de la situación de endeudamiento Europea . Además de la presencia obligatoria del bonista , existe la posibilidad que este emita su voto por escrito – New York- ha ido dejando paso a la actuación del fiduciario o voto por escrito .

7) Clausulas de Restricción de Voto : en el caso de que el tenedor del bono mantenga una situación directamente vinculada ( en forma directa o indirecta) con el deudor

## **LAS CAC EN EUROPA :**

---

<sup>14</sup> Michel Bardley –Mitu Gulati , “Clausulas de Acción Colectiva para la Zona del Euro, un Análisis Empírico “

Los sucesivos rescates a la Banca a través de préstamos a los Países que integran la UE (paradójicamente también denominados “ rescates “) que viene realizando el Banco Central Europeo ( BCE ) y el FMI con apoyo del Eurogrupo , y las políticas de austeridad que se impone aquellos para disminuir el Estado de Bienestar y afrontar el pago de esos créditos lo cual se dificulta en exceso por efecto de la clásica rueda : ajuste –recesión – déficit publico ) ha intentado limitar aquellos a través de las CAC . Así ,el Mecanismo de Estabilidad Europea ( MEDE )<sup>15</sup> es un tratado que adopto la Unión Europea y que estableció en su art 12 inc 3( Principios ) que a partir del 1/1/2013 se incluirán las CAC en todos los nuevos títulos de deuda soberana con vencimientos superiores al año de emisión . La introducción del tratado ( Punto 11) aclara que las CAC deben ser estandarizadas e idénticas dentro del conjunto de condiciones de emisión de los nuevos bonos y obligaciones representativas de deuda soberana de los Estados miembros del Euro para preservar la liquidez , cuyas condiciones finales serán definidas por el Comité Económico Financiero instaurado como parte del Tratado . Las fórmulas jurídicas pormenorizadas para introducir CAC en los valores públicos de la zona del euro son decididas sobre la base de los trabajos del Subcomité de Mercados de Deuda Soberana de la UE creado por el Comité Económico y Financiero. Como clausula que vale la pena resaltar se establece una estipulación apropiada para impedir toda perturbación provocada por los bonistas disidentes que pretendan iniciar acciones legales al soberano .Asimismo queda expresamente establecido que las mayorías imponen sus decisiones a la minoría disidente , adoptando de esta manera un principio Universal en materia concursal .

### **UNA VISION MACROECONOMICA DE LA INTRODUCCION DE LAS CAC :**

Nuestra opinión respecto a la incorporacion obligatoria de las CAC en las emisiones de deuda soberana Europea a partir del año 2013 tiene directa vinculación con la nueva

---

<sup>15</sup> El MEDE fue resuelto en el año 2011 cuya vigencia se inicia en el 2012 . Mas que un tratado , es una verdadera persona de derecho , con capacidad jurídica órganos propios cuyos funcionarios detentan inmunidad judicial en los estados miembros ( art 32) o donde el MEDE tenga activos tanto por acciones judiciales , reglamentarias , ejecuciones , embargos , etc . Sus archivos serán inviolables , sus locales , sus activos , operaciones comerciales , transacciones poseen inmunidad fiscal y exención de impuestos , siendo además acreedor privilegiado frente al incumplimiento de un Estado Miembro . El MEDE coordinara sus políticas de ajustes fiscal y macroeconómicas sobre los estados miembros , junto al FMI .

política del Banco Central Europeo respecto a las deuda de los Estados . La pretensión de paralización de los rescates a los Países endeudados pretende ser suplantada con créditos de los particulares , mediante la reducción de los tipos de interés a los ahorradores para que sean canalizados hacia deuda Nacional . Con un promedio del 4 % anual que pagan los Estados endeudados , esa tasa es aun mayor que la abonada actualmente por la Banca privada al inversor , la cual ha caído del 3% al 2% anual . Las CAC son la previsión eventual de la reestructuración soberana futura , en tanto el endeudamiento de las Naciones Europeas en relación al PBI supera el 100% en su promedio general dentro de la UE .

Admito lo desolador de mi conclusión , pero la misma es la consecuencia de observar durante años el desenvolvimiento de la crisis y la actual fase que atraviesa .

### **LAS CAC O LA POSIBILIDAD DE MODIFICAR LAS CONDICIONES DEL ACUERDO CONCURSAL ORIGINARIO :**

Hace años<sup>16</sup> he observado la necesidad de introducir una modificación legislativa en nuestra normativa de quiebras , a los fines de habilitar la posibilidad que el deudor con acuerdo homologado , ante un cambio notorio en las circunstancias económico-financiera ( medidas gubernamentales , desastres climáticos , cambios de tendencia en el mercado , etc ) existentes a las fecha de otorgamiento del acuerdo preventivo . La previsión que allí se formulaba atendía a la necesidad de contar con una mayoría de acreedores ( la misma que instaura la ley para la obtención del acuerdo ) para obtener el cambio en las condicione del acuerdo ( fundamentalmente plazos de pago o tasa de interés ) . Esa solución la he mantenido a lo largo de los años en distintos foros y hoy concuerda claramente con la tendencia mundial que se observa en materia de reestructuración de deuda soberana . Si bien ambas soluciones coinciden en el punto de reestructurar una obligación piogenia , ambas se diferencian en el marco de aplicación de las mismas : una dentro de un proceso legal reglado , la otra de tipo contractual .

Creo que a estas alturas de cambios vertiginosos de la humanidad , se impone considerar la solución propuesta en nuestra legislación Nacional .

---

<sup>16</sup> “ Concordato del Concordato “ , ponencia presentada en el II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia – IV Congreso Nacional de Derecho concursal , La cumbre , Córdoba , Octubre 2000 , TI pag 141 Fespresa



