



**Universidad Central de Venezuela  
Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas  
Centro de Estudios de Postgrado  
Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas**

**Análisis Jurídico de las Cláusulas de Acción Colectiva de los contratos  
de Deuda Pública Externa de la República Bolivariana de Venezuela  
durante el período 1997-2009**

**Proyecto de Trabajo Especial presentado para optar al Título de  
Especialista en Derecho Internacional  
Económico y de la Integración**

Autor: Xavier Quintero

Tutor: Raúl Arrieta

**Caracas, Enero 2013**

**Universidad Central de Venezuela  
Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas  
Centro de Estudios de Postgrado  
Especialización en Derecho Internacional  
Económico y de la Integración**

**Análisis Jurídico de las Cláusulas de Acción Colectiva de los contratos  
de Deuda Pública Externa de la República Bolivariana de Venezuela  
durante el período 1997-2009**

**Autor:** Xavier Quintero

**Tutor:** Raúl Arrieta

**Fecha:** Enero 2013

**RESUMEN**

Los Estados han experimentado, en distintos períodos, orígenes y formas variadas de endeudamiento destacando, principalmente, el bancario y el voluntario.

En el ámbito del endeudamiento voluntario, el siguiente trabajo centra su análisis en las formas contractuales de un universo representativo de títulos de deuda pública externa soberana de la República Bolivariana de Venezuela en relación con las prácticas legales de las jurisdicciones de sus registros respecto a sus provisiones relativas a la modificación de sus términos claves: Términos y condiciones de pago (fecha de maduración, tasa de interés, pago de capital o principal, pago de intereses); ley aplicable, inmunidades soberanas, entre otros.

Este análisis toma como base, principalmente, la iniciativa de principios de los años 2000' del Fondo Monetario Internacional, las recomendaciones del Grupo de los 10, (G-10) y representantes del sector privado financiero internacional reunidos en el denominado grupo de los seis (G-6) o *Gang of Six*, en relación a la propuesta de promoción del uso de cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda, con la finalidad, entre otras de homologar las diferentes prácticas legales de los contratos de deuda y facilitar los procesos eventuales de restructuración de deuda de los países

En este sentido se analiza jurídicamente un número representativo de contratos de títulos de deuda pública externa soberana (Bonos Globales/Notas Globales) de la República Bolivariana de Venezuela para el periodo 1997-2009, en relación con el uso, o no, de las cláusulas de acción colectiva en estos contratos y sus correspondientes fuentes de derecho.

**Descriptor:** endeudamiento, mercado internacional de capitales, bonos

## Introducción

El desarrollo del endeudamiento voluntario de los países a fines de los años 80 y buena parte de la década de los años 90, a partir de la instrumentación del plan Brady<sup>1</sup> – vía Bonos Brady – y su posterior evolución, a finales de esta misma década, hacia el endeudamiento voluntario soberano – vía Bonos Globales –, cambió la naturaleza del endeudamiento de Estados con acceso al financiamiento voluntario en el mercado internacional de capitales.

Los países que adoptaron el plan Brady fueron: Argelia, Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Costa de Marfil, Croacia, Ecuador, Grecia, Hungría, Líbano, Malasia, México, Marruecos, Nigeria, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Corea del Sur, Tailandia, Turquía y Venezuela<sup>2</sup> (85% de los cuales, era considerado para 2009, según el Banco Mundial como de ingreso medio-bajo y medio alto. El restante 15% es clasificado como de ingresos altos)<sup>3</sup>.

El régimen de Ley aplicable a las emisiones bajo el esquema Brady, era la Ley de Nueva York, lugar donde fueron suscritas las emisiones de estos bonos. En este sentido, se establecieron las provisiones a los contratos de deuda vigentes bajo este régimen legal que incluían:

---

<sup>1</sup> Según la Asociación de Comercio de los Mercados Emergentes (EMTA por sus siglas en inglés) este fue un plan instrumentado en 1989 por el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos de entonces, Nicolás T Brady que consistió en el refinanciamiento de la deuda bancaria (comercial) de los países insolventes por Bonos emitidos por estos países avalados por el Tesoro de los Estados Unidos. En tal sentido, los países en desarrollo realizaron emisiones de bonos correspondientes a la deuda en default previa negociación con el comité de asesoría de la banca. Este esquema incluía la adopción de programas de ajustes macroeconómicos regidos por el Fondo Monetario Internacional.

<sup>2</sup> **J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global (EMBI Global)**: sigue los retornos de los instrumentos de deuda denominados en US dólares emitidos por entidades soberanas (Estados) y casi soberanas emergentes (México – Pemex y Malasia-Petronas)

<sup>3</sup> Estos países en su mayoría miembros a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) con excepción de Croacia.

- (i) Cláusulas de unanimidad para los potenciales eventos de “*default*”
- (ii) Cláusulas de prepago obligatorias que restringen la no proporción de prepago a otros;
- (iii) Cláusulas de cambio que demanden los acreedores recibiendo prepagos preferenciales para cambiar esos pagos a otros;
- (iv) Cláusula de distribución “*sharing clause*” que demanda al acreedor a compartir lo que él recibe con otros;
- (v) Cláusula de pignoración negativa “*negative pledge clause*” que requieran otros prestamistas de no haber recibido la preferencia por tener activos pignoralados a ellos y
- (vi) Cláusula de aceleración en donde el acreedor de la deuda incumplida “*defaulted*” solicite el pago de toda la deuda inmediatamente<sup>4</sup>.

Para el momento en que el Plan Brady fue anunciado, la reducción de deuda sobre la base de mercado fue un progreso notable, proveyendo a los debilitados países deudores una posición de negociación vis-à-vis con los bancos<sup>5</sup>, esto se tradujo en:

- Permitir a los países negociar reducciones sustanciales en el nivel total de sus deudas y su servicio<sup>6</sup>.
- Fortalecimiento de muchos países emergentes que adoptaron y persiguieron programas de reforma económica<sup>7</sup>
- Permitir a muchos países emergentes acceder al mercado internacional de capitales para atender sus necesidades financieras<sup>8</sup>.

---

<sup>4</sup> Default Episodes in the 1980s and 1990s: What have we learned? Punam Chohan and Sturzenegger.

<sup>5</sup> The Brady Plan and the Market-Based Solutions to Debt Crises. Ian Vásquez. Cato Journal. <http://www.cato.org/pubs/journal/cj16n2/cj16n2-4.pdf>

<sup>6</sup> Brady Plan. Emerging Market Traders Association. <http://www.emta.org/template.aspx?id=35>

<sup>7</sup> Ibid 6

<sup>8</sup> Ibid 6

- Éxito en la diversificación del riesgo soberano fuera de los portafolios de los bancos ampliándola a través de la comunidad financiera e inversionista, mediante la reclasificación de sus activos<sup>9</sup>.

Esta reclasificación en el balance de los bancos consistió en lo siguiente:

- Un préstamo improductivo “non performing loan” no generador de ingresos debe ser 100% provisionado y cambiado por otra forma de registro del activo, ahora como un título valor o “Bono”, por lo que se libera la provisión.
- El efecto desde el punto de vista de riesgo constituye la distribución de la deuda tanto para el acreedor como al deudor.

### Cuadro Nº 1

#### Impacto de la Instrumentación del Plan Brady en la reclasificación de activos de los bancos acreedores

Activos	Pasivos
Efectivo	Depósitos (Recibidos del público)
Ingreso por inversiones en Títulos Valores (Bonos, notas, papeles comerciales, acciones, etc.)	Prestamos recibido de otras instituciones financieras (banco central, otros bancos, etc.)
(A)	(B)
Ingreso -capital + intereses - por prestamos comerciales* (Estados, Empresas, individuos, etc.) * Su ingreso está asociado al riesgo de crédito de los préstamos otorgados. Por lo que aquellos préstamos que se encuentren demorados - ingresos inestables - e impagados - ningún tipo de ingreso - deben ser provisionados constituyéndose en un pasivo (B)	Provisión préstamos comerciales demorados e impagados (A) (varia según la morosidad: En el caso de los préstamos impagados la provisión es del 100% del valor del préstamo)
Otros Activos (Propiedades Plantas Equipos etc.)	Patrimonio (Accionistas del Banco)
Total Activos	Total Pasivo y Patrimonio

Fuente: El Autor

Al Estado declararse insolvente, el préstamo comercial ya representa “0” ingreso para el banco otorgante y en consecuencia éste debe provisionarlo en 100% de su valor. El banco acreedor debe negociar con el Estado deudor

<sup>9</sup> Ibid 6 y “A Primer on Brady Bonds” Salomon Smith Barney. Fixed Income Research Emerging Market Fixed Income, March 9, 2000 <http://www.smithbarney.com/>

las condiciones de su repago. Previo al plan Brady existió una iniciativa llamada Plan Baker<sup>10</sup> de mediados de los años 80', cuyo esquema infructuoso de negociación y refinanciamiento estuvo ampliamente basado en el compromiso de la banca internacional de otorgar nuevos préstamos a los países insolventes en el marco del apoyo del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial y dentro de un enfoque de comercio internacional<sup>11</sup>.

En este sentido, el Plan Baker propuso que los principales bancos internacionales privados financiarían US\$ 20 mil millones a los países deudores mientras que US\$ 27 mil millones lo harían los organismos multilaterales de financiamiento (US\$ 18 mil millones durante tres años, a razón de US\$ 6 mil millones por año, y un complemento posterior de US\$ 9 mil millones)<sup>12</sup>. En contraprestación, los países deudores debían liberar sus políticas comerciales y de inversiones y privatizar sus empresas estatales. Estas reformas procuraron un cambio de las políticas proteccionistas de los países de América Latina de sustitución de importaciones. Sin embargo, este plan estaba concebido bajo dos principios no cumplidos como lo fueron a) El crecimiento sostenido de los países deudores – apuntalado en su sector externo – y b) La correspondencia en el financiamiento bancario internacional privado<sup>13</sup>.

El incumplimiento de la banca privada intencional al financiamiento de los países deudores – basados, principalmente, en el criterio de incremento de su exposición crediticia – y la salida neta de capitales de los países deudores

---

<sup>10</sup> Nombre del Secretario del Tesoro de Estados Unidos James Baker

<sup>11</sup> En el caso de América Latina \$47 millardos en nuevos préstamos. Silk, Leonard, New York Times, 31/03/1989 <http://www.nytimes.com/1989/03/31/business/economic-scene-third-world-debt-the-brady-plan.html?pagewanted=1>

<sup>12</sup> Historia General de las Relaciones Exteriores de la República Argentina. Capítulo 55. Endeudamiento externo y crisis económica (1983-1989). Sección 1: La cuestión de la deuda. El rol del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial <http://www.ucema.edu.ar/ceieg/arg-rree/11/11-076.htm>

<sup>13</sup> THE LATIN AMERICAN DEBT CRISIS: WHAT WERE ITS CAUSES, AND IS IT OVER? Gregory Ruggiero. Independent Study. Professor Pantos. March 15, 1999. <http://www.angelfire.com/nj/GregoryRuggiero/latinamericancrisis.html>

fueron factores principales del fracaso de esta iniciativa de resolución de esta crisis de deuda

El Plan Brady, por su parte, cambió la naturaleza de la deuda bancaria a una deuda titularizada. Por lo que cambió el enfoque de resolución de deuda al pasar del esquema del incremento de préstamos al esquema voluntario sobre la base de mercado para la reducción de la deuda y su servicio a cambio de reformas económicas de los países deudores<sup>14</sup>.

La forma como se instrumentó este plan consistió en la emisión de Bonos por parte del país deudor que estaba garantizado, a su vez, por el Tesoro de Estados Unidos mediante la constitución de un colateral de los países deudores a favor del Tesoro de los Estados Unidos<sup>15</sup>.

Como se observa en el cuadro No. 1, “Impacto de la Instrumentación del Plan Brady en la reclasificación de activos de los bancos acreedores” en el balance de los bancos ya no existe el préstamo impagado. Ahora es una inversión en título valor, y por lo tanto se libera totalmente su aprovisionamiento asociado de un crédito impago o de difícil recuperación.

Al titularizarse la deuda, ésta ahora se transa en el mercado de capitales, por lo que el riesgo de crédito del deudor, queda ampliamente distribuido y reclasificado como inversión.

Este cambio en la naturaleza del endeudamiento, también restituye a la banca las disponibilidades a su cartera de créditos.

---

<sup>14</sup> Ibid. 13

<sup>15</sup> En el caso de Venezuela, el Banco Central de Venezuela constituyó la garantía a favor del Tesoro de los Estados Unidos, en el marco del Plan Financiero 1990. Posteriormente, en 1997, el banco documentó esta acreencia con la República y esta emitió un Macrotítulo por US\$3.686,7 millones con plazo a 18 años que fueron cancelados paulatinamente con emisiones de bonos en bolívares a valor par, o por el monto en bolívares equivalente a la tasa de cambio vigente de bolívares por US dólar. Este macrotítulo se terminó de cancelar el 26 de Mayo de 2006.

[http://www.descifrado.com/index.php?id=10&no\\_cache=1&showUid=15876](http://www.descifrado.com/index.php?id=10&no_cache=1&showUid=15876)

A partir del fortalecimiento económico relativo de los países emergentes y de su acceso al mercado internacional de capitales se facilitó igualmente el cambio progresivo los mercados de deuda de bonos emergentes al pasar de la denominación de la deuda de Bonos Brady a la deuda soberana mediante los Bonos Globales o soberanos. Es decir, sin garantía del Tesoro de los Estados Unidos.

Conforme los países instrumentaban sus esquemas de canje, y recompras de Bonos Brady, sus saldos en circulación disminuían así como su volumen de negociación. De acuerdo con la “*Emerging Market Traders Association*”, para 1994 el volumen de negociación de Bonos Brady representó el 61% del total negociado para ese año, mientras que para 2005, representó el 2% del total negociado ese año<sup>16</sup>.

Los instrumentos de deuda de Brady fueron reemplazados por una amplia variedad de instrumentos amigables de mercado. Para mediados de 2006 una buena parte de la deuda Brady había sido canjeada o recompradas por las naciones deudoras en transacciones públicas o privadas de mercado.

**Cuadro Nº 2**

País	Año Emisión	Bonos Brady Emitidos		Saldo en circulación (Marzo 2006)		% (retirado)
		Valor Facial (Millardos US\$)	% del total	Valor Facial (Millardos US\$)	% del total	
Costa Rica	1990	0.6	0.3	0.0	0.0	100.0
México	1990	35.6	20.4	0.0	0.0	100.0
Venezuela	1990	15.8	9.0	0.6	5.6	96.2
Morruecos	1990	2.8	1.6	0.7	6.5	75.7
Filipinas	1990	3.9	2.2	1.0	9.3	74.4
Uruguay	1991	1.1	0.6	0.0	0.0	100.0
Nigeria	1992	2.1	1.2	1.4	13.1	33.3
Argentina	1993	24.8	14.2	0.0	0.0	100.0 (a)
Jordania	1993	0.7	0.4	0.0	0.0	100.0
Rusia	1993	6.4	3.7	0.0	0.0	100.0
Brasil	1994	51.3	29.3	0.0	0.0	100.0 (b)
Bulgaria	1994	4.6	2.6	0.0	0.0	100.0
Polonia	1994	7.1	4.1	1.2	11.2	83.1
República Dominicana	1994	0.5	0.3	0.4	3.7	20.0
Ecuador	1995	6.3	3.6	0.0	0.0	100.0
Eslovenia	1996	0.2	0.1	0.0	0.1	95.5
Croacia	1996	1.5	0.9	0.0	0.0	100.0
Panamá	1996	2.9	1.7	0.9	8.4	69.0
Perú	1996	4.2	2.4	2.0	18.7	52.4
Costa de Marfil	1997	2.0	1.1	2.0	18.7	-
Vietnam	1997	0.5	0.3	0.5	4.7	0.0
<b>Latina</b>		<b>143.1</b>	<b>81.8</b>	<b>3.9</b>	<b>36.4</b>	<b>97.3</b>
<b>Total otros países</b>		<b>31.8</b>	<b>18.2</b>	<b>6.8</b>	<b>63.6</b>	<b>78.7</b>
<b>Total</b>		<b>174.9</b>	<b>100.0</b>	<b>10.7</b>	<b>100.0</b>	<b>93.9</b>

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo Departamento de Investigación Económica. [http://www.iadb.org/res/ipes/2007/charts/tb5\\_1.cfm](http://www.iadb.org/res/ipes/2007/charts/tb5_1.cfm).

<sup>16</sup> “Brady Plan”. Emerging Market Traders Association, EMTA. [www.emta.org](http://www.emta.org)

Según indica la fuente al pie de este cuadro, su autor basó el cálculo de la información arriba indicada a partir de la data de JP Morgan (2006), Bloomberg (2006) y Global Development Finance (2003):

- (a) \$300 millones aun vigentes de deuda Brady impagada que para la fecha en referencia Marzo 2006, no había canjeada.
- (b) Incluyen los anuncios de operaciones de recompra.

A raíz del cambio en la naturaleza del endeudamiento bancario de los Estados al voluntario en 1990, éste último comenzó a evolucionar cambiando a su vez de modalidad, al pasar del esquema “Bonos Brady”, al esquema “Bonos Globales” o Soberanos. Este cambio se inicia en 1997.

A manera de ejemplo, entre 1997 y 2000 se realizaron los siguientes canjes de deuda de Bonos Brady por Bonos Globales o Soberanos:

- 1997: Brasil: US\$ 4 Millardos de Bonos Brady por Bonos Globales a 30 años
- 1997: Argentina: US\$ 2.3 Millardos de Bonos Brady por Bonos Globales a 30 años
- 1997: Venezuela: US\$ 4 Millardos de Brady por Bonos Globales a 30 años (ver anexo I)
- 1997: Panamá: US\$ 700 Millones de Bonos Brady por una emisión de Bonos Globales a 30 años<sup>17</sup>
- 1999: Filipinas: US\$ 1 Millardo de Bonos Brady por una emisión de Bonos globales a 10 años<sup>18</sup>
- 1999: Brasil: US\$ 2 Millardos Bonos Brady por una emisión de Bonos a 10 años

---

<sup>17</sup> **A Force for Globalization: Emerging Markets Debt Trading from 1994 to 1999** by Ross P Buckley. Forthcoming, Fordham International Law Journal. <http://www.austlii.edu.au/au/journals/UNSWLRS/2007/17.html>

<sup>18</sup> <http://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln13.pdf>

- 2000: Argentina: US\$ 2.4 Millardos de Bonos Brady por Bonos Globales a 15 años.
- 2000: Brasil: US\$ 5.2 Millardos Bonos Brady por Bonos Globales
- 2000: Ecuador: Euro bonos y Bonos Brady por Bonos Globales a 12 y 30 años

La expansión del endeudamiento voluntario, soberano internacional, comenzó a cambiar al hacerse presente las emisiones de Bonos Globales.

Sin embargo, desde el punto de vista jurídico, las provisiones relativas al refinanciamiento de estos nuevos contratos deuda soberana internacional, heredaron las prácticas legales de los contratos Brady, gobernados por la Ley de Nueva York, en el sentido de incorporar “cláusulas de unanimidad” para bonos registrados en esa jurisdicción y, consecuentemente, regulados por la Comisión de Valores e Intercambio (en inglés, *Security and Exchange Commission, SEC*). Esta situación contrasta con las prácticas legales del mercado de capitales de Londres, cuyas provisiones relativas al refinanciamiento de contratos de deuda establecen “cláusulas de acción colectiva” bajo la Ley de Inglaterra como régimen de ley aplicable.

Las cláusulas de acción colectiva en un contrato de bonos es la provisión que permite a una mayoría calificada de tenedores del instrumento enmendar condiciones financieras claves del contrato y obligar a la minoría a aceptar estas nuevas condiciones<sup>19</sup>

Como se verá a lo largo de éste trabajo, la provisión de cláusula de unanimidad será sustituida por la cláusula de acción colectiva en los contratos de deuda soberana internacional (globales) como resultado

---

<sup>19</sup>ABC Económico. Banco Central de Venezuela <http://www.bcv.org.ve/c1/abceconomico.asp>

posterior de una amplia discusión entre dos propuestas diferentes en relación a la resolución de problemas de refinanciamiento, antes y/o después de la ocurrencia de un evento de incumplimiento.

En tal sentido esta investigación buscará analizar los tipos de provisiones relativas a las cláusulas de acción colectiva y los contratos globales de la República Bolivariana de Venezuela en relación con está cláusula y la fuente de derecho a la que corresponden sus contratos (oficial: FMI, G10 y la privada: Grupo de los 6 - recogida principalmente por uno de sus principales integrantes: el *International Primary Market Association* )

# CAPÍTULO I

## EL PROBLEMA

### Planteamiento del Problema

La profundización del endeudamiento voluntario soberano, hacia fines de los años 90 y principios de la década del 2000, puso de manifiesto el rol de los mercados financieros internacionales de capitales como fuente de financiamiento de determinados Estados.

A partir de esta nueva realidad los Estados adelantaron una estrategia de endeudamiento basado en emisiones de bonos soberanos internacionales. Como se verá mas adelante, los registros de estas emisiones eran en su mayoría las jurisdicciones de Nueva York y Alemania, cuyos regimenes legales establecen cláusulas de unanimidad para iniciativas de refinanciamiento. En menor medida Londres y Japón, regimenes legales que contemplan provisiones de acción colectiva.

**La heterogeneidad de las prácticas legales de las jurisdicciones de registro de bonos soberanos, puede dificultar los procesos de reestructuración y refinanciamiento.**

### **¿Por qué reestructurar?**

Los países enfrentan distintos tipos de crisis, que van desde guerras, situaciones de conmoción interior de efectos prolongados, guerras civiles, desastres naturales, epidemias, así como de gestión de política económica, etc., que tienen impacto en sus economías (insostenibilidad fiscal y de deuda) y en consecuencia, la alta probabilidad de incumplimiento de sus

acreencias. Una de esas probabilidades de incumplimiento, puede incluir, al endeudamiento voluntario, reflejado en los bonos soberanos

A diferencia de otros tipos de endeudamiento como, por ejemplo, el bilateral – que es derivado de operaciones comerciales con el soporte de los Estados contratantes del acuerdo bilateral (15% proveedores, 85% Estado) – los procesos de reestructuración, en caso de incumplimiento, tienen una estructura establecida para su resolución. En el ámbito de los Estados, a través del Club de Paris - que es un foro informal y mecanismo de convocatoria de acreedores oficiales, donde se realizan renegociaciones coordinadas y conjuntas de la deuda externa bilateral (de origen comercial) de los países deudores con los países acreedores miembros del Club -. Aun cuando no tiene existencia legal ni status, este foro rige su actividad por cinco principios y una serie de reglas de los países acreedores que le permiten facilitar los procesos de toma de decisiones y el arribo de acuerdos. Entre sus principios destaca la toma de decisión por consenso, así como la condicionalidad. Este último, en el marco de acuerdos en curso con el Fondo Monetario Internacional (FMI) por parte del país deudor)<sup>20</sup>. En el ámbito privado, (proveedores del país contratante) a través del Club de Londres. Sin embargo, a pesar de la existencia una arquitectura función y reglamentaria para la resolución de los procesos de reestructuración de deuda, entre otras soluciones<sup>21</sup> en coordinación con las políticas de asistencia del Fondo Monetario Internacional, cabría preguntarnos:

¿Existe una arquitectura análoga para la reestructuración de deuda voluntaria (aquella que se ha obtenido mediante la emisión de bonos soberanos internacionales) de los Estados en el caso de la ocurrencia de un incumplimiento?

---

<sup>20</sup> Tomado a partir de « Le Club de Paris. Composition et Fonctionnement » <http://www.clubdeparis.org/sections/composition/principes/cinq-grands-principes>

<sup>21</sup> Condonaciones de deuda, reducciones, etc.

¿A qué responde la necesidad de establecer un nuevo régimen estatutario de provisiones de acción colectiva y ampliación de su alcance?

### **Objetivo General**

Analizar Jurídicamente las Cláusulas de Acción Colectiva de los contratos de Deuda Pública Externa de la República Bolivariana de Venezuela durante el período 1997-2009

### **Objetivos Específicos**

- Describir la naturaleza los instrumentos denominados Bonos de Deuda Soberana emitidos por los países de economías emergentes en relación de las provisiones relativas al refinanciamiento de estos instrumentos financieros.
- Identificar las jurisdicciones y las prácticas legales a las cuales están subordinadas

### **Justificación de la Investigación**

Se pretende investigar los mecanismos jurídicos de refinanciamiento de los países de economías emergentes, esto motivado a las dificultades de refinanciamiento de estos países en relación a la heterogeneidad de jurisdicciones a las que se someten estos contratos en caso de proceso de reestructuración.

Una vez realizada se espera poner a disposición de los actores de decisión de la República y de la comunidad académica, respectivamente, una herramienta que permita la toma de decisiones y la profundización de este tema jurídico económico.

Para poder llegar a término el planteamiento la investigación se centrará en las discusiones que sobre este tema se han suscitado en los foros internacionales: multilaterales, institucionales y privados.

## **CAPITULO I**

### **MARCO TEÓRICO**

#### **Bases Legales**

Cláusula de Acción Colectiva en los contratos de deuda soberana, promoviendo un mejor uso, y su documento acompañante Diseño y Efectividad de las Cláusulas de Acción Colectiva.

#### **Naturaleza jurídica de la cláusula de acción colectiva en los contratos de deuda publica soberana.**

Como mencionamos anteriormente, la puesta en escena de una nueva modalidad de financiamiento de los Estados en la década de los años 90' lo constituyeron las emisiones de deuda soberana en los mercados de capitales internacionales. Sin embargo, las prácticas de mercado para la documentación de los contratos de deuda soberanos no eran uniformes y variaban de acuerdo a los regímenes de ley aplicable de las jurisdicciones a las que se someten sus emisiones<sup>22</sup>.

Aquellos bonos cuyos contratos de deuda tengan como régimen de ley aplicable la jurisdicción inglesa y la japonesa, tradicionalmente contienen una serie de provisiones o cláusulas que permiten a una mayoría calificada de tenedores de bonos la modificación de relevantes cláusulas financieras de estos contratos facilitando la toma de decisiones de todos los tenedores de bonos perteneciente a una determinada emisión, obligando a una minoría a aceptar las decisiones de esta mayoría calificada.

Para los bonos cuyos contratos de deuda emitidos en la jurisdicción alemana y sometidas a éste régimen legal, generalmente no se incluyen cláusulas de

---

<sup>22</sup> *Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use*. Fondo Monetario Internacional. 6 de Junio de 2002.

mayoría calificada para los procesos de reestructuración. Esta situación es análoga con la legislación del Estado de Nueva York, cuyos procesos de reestructuración debían ser consentidos por la unanimidad de los tenedores de bonos, o cláusulas de unanimidad<sup>23</sup>.

### **Fuentes de derecho de la Cláusula de Acción Colectiva (CAC) en los contratos de Deuda Soberana**

El marco teórico del presente trabajo descansa en la discusión entre dos enfoques de aproximación diferentes respecto a los procesos de reestructuración de la deuda soberana y el rol y alcance de la inclusión de las Cláusulas de Acción Colectiva dentro de estos.

Un enfoque institucional-público multilateral internacional representado por el Fondo Monetario Internacional, en dos aspectos. El primero la promoción de las Cláusulas de Acción Colectiva en los contratos de deuda, y el segundo basado en un nuevo régimen estatutario en el Fondo para las propuestas para el Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana. (SDRM)<sup>24</sup> a partir de un mayor alcance de las Cláusulas de Acción Colectiva y nuevas provisiones contractuales.

Un enfoque Institucional representado por el Grupo de los diez, G-10, en relación a las propuestas del uso de las Cláusulas de Acción Colectiva y un enfoque institucional-privado representado el grupo de los seis, G-6, basado en una serie de principios de prácticas de mercado, que establece basado en un mejor alcance de las Cláusulas de Acción Colectiva en los contratos de deuda.

---

<sup>23</sup> Resolución de conflictos en materia de bonos soberanos: Una “Crítica” mirada institucional al papel del CIADI. Leonardo E. Stanley. Centro de Estudios de Estado y Sociedad, CEDES. Revista Nuevos Documentos CEDES. No 058/2009.

<sup>24</sup> Acrónimo en inglés “Sovereign Debt Restructuring Mechanism”

1. Fondo Monetario Internacional
2. Propuestas para un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana
3. Grupo de los diez, G-10
4. Grupo de los seis, G-6

### **Propuesta del Fondo Monetario Internacional, discusiones y recomendaciones del Grupo de los diez, G-10 y Grupo de los seis, G-6**

- “Cláusulas de Acción Colectiva en Contratos de Bonos Soberanos: Promoviendo un Mejor Uso”.
  - i. “Diseño y Efectividad de las Cláusulas de Acción Colectiva”<sup>25</sup>
  - ii. “Nueva aproximación a los Mecanismos de Reestructuración de Deuda Soberana”
  - iii. “El mecanismo de reestructuración de la deuda soberana: Un año después”

#### **1) Cláusulas de Acción Colectiva en Contratos de Bonos Soberanos: Promoviendo un Mejor Uso**

##### **Aspectos relevantes de la propuesta.**

El directorio del Fondo Monetario Internacional (FMI) observó que a partir de los procesos de reestructuración de deuda de los países, era necesario reforzar el marco legal de las mismas. En este sentido, el FMI planteó dos formas complementarias de aproximación que faciliten los procesos de reestructuración:

---

<sup>25</sup> En inglés “*The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*” Fondo Monetario Internacional, Junio 06, 2002.

- a) Desarrollo de un nuevo régimen estatutario.
- b) El uso de la Cláusula de Acción Colectiva y nuevas provisiones contractuales

En el marco del desarrollo de un nuevo régimen estatutario, el uso contractual de las provisiones podrían facilitar el uso de la acción colectiva de los acreedores durante los procesos de reestructuración y de esta manera reducir el riesgo de no cooperación de otros acreedores en los procesos de reestructuración de bonos<sup>26</sup>.

### **Prácticas Actuales de Mercado<sup>27</sup>**

#### **El saldo de deuda y las Emisiones desde 1995**

Para Junio de 2002, El Fondo Monetario Internacional indicaba que las prácticas de mercado no eran uniformes en relación con la documentación de los contratos de deuda soberana. En tal sentido el FMI afirmaba, entonces, que los bonos japoneses e ingleses, típicamente contienen cláusulas de reestructuración por mayoría que posibilita a la mayoría de los tenedores de los bonos modificar cláusulas claves y hacerla vinculante a todos los tenedores de bonos de una determinada emisión, mientras que estas cláusulas de reestructuración por mayoría no están incluidas en los contratos de bonos emitidos en Alemania y regidos por la ley de ésta. Tampoco generalmente encontradas en bonos sometidos a la ley de Nueva York.

---

<sup>26</sup> Véase caso Elliott Associates versus la República del Perú.  
<http://www.politicapress.com/2011/11/argentina-los-fondos-rapaces/>

<sup>27</sup> 2002 año de publicación del paper

Las cláusulas de mayoría obligatoria permiten a la mayoría calificada de tenedores de bonos, limitar la habilidad de una minoría a ajustarse a los reclamos posteriores a un incumplimiento o “*default*”, permitiendo tanto al deudor como a la mayoría calificada la cooperación en la búsqueda de soluciones. Estos comúnmente encontrados en la legislación de Nueva York e Inglaterra<sup>28</sup>.

Las provisiones de reestructuración por mayoría, son incorporadas en los bonos corporativos gobernados bajo la ley de Inglaterra a partir del S. XIX, con la finalidad de evitar que una minoría pudiera con sus acciones afectar el valor de los bonos en tenencia de la mayoría.

De acuerdo con el “Cláusulas de Acción Colectiva en Contratos de Bonos Soberanos: Promoviendo un Mejor Uso” del FMI que hemos citamos como fuente de derecho en este trabajo encontramos que la legislación Inglesa respecto a la americana carece de avances respecto a los procedimientos de quiebra.

La quiebra en Estados Unidos esta amparada en el capitulo 11 de la Ley de Bancarrota que permite a la empresa en quiebra reorganizar sus deudas evitando su liquidación. Mientras muchas deudas son reorganizadas fuera de las Cortes para evitar su liquidación, las provisiones de unanimidad permiten que una minoría no cooperante fuerce al deudor a liquidar cuando la mayoría apoya la reestructuración. Para reducir el alcance de esta minoría, los tenedores de bonos regidos por la ley de Inglaterra solicitaron la inclusión de provisiones que permiten a una mayoría calificada modificar cláusulas claves de los contratos de manera de obligar a la minoría a aceptar esos nuevos términos. Estas enmiendas fueron incorporadas a las prácticas de mercado

---

<sup>28</sup> Inglaterra igualmente usa la figura del *trust deed*, donde los derechos de iniciación de procesos legales de los tenedores de bonos es cedido al *trustee* en caso de *default*.

en Inglaterra y adoptadas de los contratos de emisiones de bonos de deuda soberana.

### **Razones por las cuales las provisiones de acción colectiva son beneficiosas**

- Habilidad de modificar cláusulas financieras determinantes por el voto de la mayoría calificada de tenedores de bonos que limita a la minoría de resistirse a acuerdos de reestructuración y de litigar el pago de los contratos de deuda soberana.
- El riesgo de resistirse crea problemas potenciales de acción colectiva. La mayoría puede indisponerse de aceptar un acuerdo si una minoría reticente va a ser mejor tratada que una mayoría cooperativa. Aun cuando el riesgo de los que se resisten *“hold outs”* no imposibilita que se llegue a un acuerdo, éstos pueden litigar en la búsqueda de la suspensión de pagos que surjan de los nuevos bonos producto de la reestructuración. Esto limita la habilidad de los deudores soberanos de recuperar rápidamente sus relaciones con sus acreedores.
- La habilidad de vincular un acuerdo a una minoría puede tener un impacto financiero significativo. Aun un pequeño número de *“hold outs”* puede tener consecuencias significativas de flujo de caja si el deudor debe pagar al valor facial el bono para evitar el litigio.
- Las provisiones pueden ser usadas para la reestructuración del bono antes y después del incumplimiento o *“default”*

El Sector oficial ha promovido desde 1996 el uso de las cláusulas de acción colectiva (CAC's) en las emisiones internacionales de bonos soberanos. Los diputados del G-10 endosaron la CAC's en su reporte de 1996 sobre las crisis de liquidez de los soberanos. Un grupo mas amplio de países endosó en 1998 la CAC's en su reporte del G-22 relativo a la crisis financiera internacional. El Comité Monetario y Financiero Internacional y el G-7 han

reiteradamente endosado su uso por las economías emergentes de mercado y han llamado al Banco Mundial y otros bancos de desarrollo a considerar estas cláusulas en bonos que respaldan con garantías parciales.

Existe una pequeña evidencia de sugerir que el llamado oficial para un mayor uso de las CAC's haya tenido un impacto en las prácticas de mercado. Las provisiones para el uso de la acción colectiva mantienen su uso como practicas de mercado en las jurisdicciones donde ya tradicionales son empleadas y no han sido adoptadas para su uso en emisiones de bonos en otras jurisdicciones. Los países buscan entubar a los inversores quienes típicamente son compradores de bonos gobernados bajo las leyes de Inglaterra, Nueva York, Alemania y Japón. Estos generalmente siguen la norma de mercado en esa jurisdicción o hacen uso de la ley aplicable que el país tradicionalmente ha usado en sus bonos internacionales.

La información para Junio de 2002 confirmaba que una vasta mayoría de bonos internacionales soberanos circulación, para entonces, no contenían cláusulas de acción colectiva (CAC's)<sup>29</sup>. A grosso modo, el 69% de los USD 354 Millardos de saldo en circulación de los bonos fueron emitidos bajo la Ley de Nueva York y Alemania, mientras que el 30% bajo las leyes de Inglaterra o Japón o en otras jurisdicciones.

Por cuanto hay una fuerte correlación entre el régimen de ley aplicable (ley aplicable) y el uso de la acción colectiva – particularmente las cláusulas de reestructuración por mayoría – en bonos soberanos internacionales, la información sobre los regimenes de ley aplicables puede ser usada como una aproximación al uso de las cláusulas de acción colectiva en bonos soberanos. Una parte importante del saldo total (21%) consiste en Bonos

---

<sup>29</sup> Referencia al pie de página No2 del documento “**Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use**” pág 4.

Brady cuyo régimen de ley aplicable es la de Nueva York y no contienen Cláusulas de reestructuración por mayoría<sup>30</sup>.

Sin embargo, los bonos con Cláusulas de Acción Colectiva (CAC's) constituían una parte importante del total de los bonos en los principales índices. Los bonos soberanos gobernados bajo la Ley de Inglaterra representaban aproximadamente el 17% del valor facial de los bonos del EMBI Global Index<sup>31</sup>, igualmente una fracción ligeramente superior de los bonos soberanos en el índice. Esto se amplió por cuanto Rusia, hace uso de la ley aplicable de Inglaterra para sus emisiones internacionales soberanas denominadas en dólares. Los bonos soberanos gobernados bajo la Ley de Inglaterra hacen una participación aproximadamente mayor al 50% de varios índices que se han desarrollado en bonos denominados en Euros.

Para 2001 el 70% del saldo en circulación de los bonos internacionales soberanos habían sido emitidos después de 1995. Si se hubieran adoptado las cláusulas de acción colectiva como práctica regular de mercado seguidamente después de la publicación, en 1996, del G-10 un significativo porcentaje del saldo de deuda vigente para 2001 hubiera contenido las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC's). Sin embargo, el reporte del G-10 no cambió el patrón de comportamiento en relación con las emisiones y en su mayoría estas emisiones posteriores a 1996 fueron hechas sin la inclusión de provisiones de acción colectiva

Más de la mitad de todos los bonos internacionales soberanos durante el periodo 1995-2002 fueron emitidos por miembros del Fondo Monetario Internacional durante la vigencia de acuerdos con éste.

---

<sup>30</sup> Referencia metodológica de los autores citada en la nota pie No3 del documento **“Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use”** pág 4.

<sup>31</sup> Ibid2

Entre enero de 1995 a Abril de 2002, 635 bonos por un total de USD 286.2 Millardos<sup>32</sup> fueron emitidos por 48 países, de los cuales, con respecto al monto, el 52% estaban regidos por la Ley de Nueva York. 25% regidos por la Ley de Inglaterra, 14% por la Ley de Alemania y 7% por la Ley de Japón. El 2% restante, distribuido en diferentes jurisdicciones. Durante el periodo señalado, 27 países con acuerdos con el Fondo Monetario Internacional emitieron un total de 336 bonos por un total de USD 167.5 Millardos<sup>33</sup>.

Fuera del total de 336 emisiones de bonos realizadas durante los acuerdos con el Fondo, 215 emisiones (por un total de 117.3 millardos) no incluyeron Cláusulas de Acción Colectiva (CAC's). Dicho de otra forma, si todos los miembros con acuerdo vigentes con el Fondo para entonces hubieran hecho sus emisiones incluyendo en estas Cláusulas de Acción Colectiva (CAC's), esta hubiera tenido un impacto del orden del 41% del total de las emisiones durante este periodo de tiempo. El mayor emisor de bonos, por número, con acuerdo vigente con el Fondo fue Argentina, (128), seguido por Turquía (31), México (27), Brasil (24), Filipinas (24), Colombia (18) y Uruguay (16). Todos los países emitieron en múltiples jurisdicciones.

### **Razones para la resistencia al cambio**

La variación en el uso de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC's), en el saldo en circulación de los bonos internacionales soberanos es alta, pero no exclusivamente, debido mas a practicas de mercado que a los requerimientos de las leyes nacionales. No hay razones legales o regulatorias por las que bonos internacionales soberanos gobernados por la Ley de Nueva York, no puedan hacer uso de las provisiones contractuales comunes en los bonos gobernados por la Ley de Inglaterra o Japón. Los

---

<sup>32</sup> Referencia metodológica de los autores citada en la nota pie No5 del documento **“Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use”** pág 9.

<sup>33</sup> Referencia metodológica de los autores citada en la nota pie No6 del documento **“Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use”** pág 9.

bonos internacionales soberanos gobernados por Alemania no incluyen Cláusulas de Acción Colectiva. (*Ver documento acompañante*)

¿Por qué hacer esfuerzos en promover las Cláusulas de Acción Colectiva logrando resultados limitados en las jurisdicciones como las de Estados Unidos donde estas provisiones no son prácticas normales de mercado dando ventajas a su uso? Dentro de las posibles razones dos parecen ser las más obligantes:

- a) **Costos de corto plazo e inercia:** La preocupación acerca de los costos a corto plazo en relación a la introducción de cualquier cambio en la documentación (inercia) y;
- b) **Incrementos permanentes de los costos de financiamiento:** La preocupación de los emisores en relación a enfrentar eventuales incrementos permanentes de los costos de financiamiento si ellos fueran a introducir estas provisiones en sus bonos gobernados bajo la leyes de Nueva York y Alemania.

### **Costos de corto plazo e inercia**

Resistencia al cambio de las prácticas de mercado establecidas tanto del lado de los emisores-vendedores como del lado de los inversores-compradores aparece como haber sido el impedimento principal para el uso de cláusulas en el mercado de Estados Unidos.

- Hay una percepción generalizada que los costos del cambio son probablemente mayormente pesados de ser conducidos por los primeros emisores que incluyan las Cláusulas de Acción Colectiva en sus bonos bajo ley de Nueva York y Alemana.

El primer emisor puede tener el merito de mercadear los meritos de las nuevas provisiones contractuales así como su crédito. Puede tomar

tiempo aceptar plenamente las nuevas provisiones y el primer emisor puede ser cargado con un *spread* mas alto. Puede haber mayores costos financieros asociados con la elaboración y mercadeo de las nuevas provisiones. Esto crea el “primer motor” como problema: Todos los emisores tendrían a otro emisor que asumiera los costos asociados con esta innovación.

- Problema potencial de señalización. Introduciendo provisiones en jurisdicciones donde aun no son norma puede ser interpretado como una señal que el emisor prevé circunstancias cuando pueda necesitar buscar una reestructuración. Sin embargo cuando el uso de estas cláusulas sean de uso normal de mercado, el uso de las cláusulas por cualquier emisor no pareciera señalar futuras dificultades de crédito.
- Los deudores soberanos generalmente no alteran la documentación corrientemente usada en una jurisdicción dada. La documentación de un bono soberano típicamente no es negociada sobre la base de caso por caso. Más aun, la mayoría de los emisores y sus bancos de inversión, tienden a hacer uso de la documentación normalmente existente. Este cuesta menos y es claramente aceptable para los participantes del mercado y minimiza cualquier riesgo de ejecución. Los inversores prefieren comerciar sobre la base de calidad de crédito de suscripciones soberanas y no sobre la base de provisiones legales específicas en la documentación
- El costo del iniciador esta compuesto por un horizonte de largo plazo requerido para obtener suficiente beneficio en la introducción de las cláusulas de acción colectiva (CAC's). El costo de los emisores de cambiar las practicas *standard* de mercado parecen mas inicialmente pesadas y fracasarán inmediatamente. Los beneficios de este cambio

parecen ser más progresivos. La presencia aun limitada de un numero de bonos puede ayudar a facilitar la reestructuración de múltiples instrumentos pero el beneficio potencial solo se acumula si las cláusulas son incluidas en todos los instrumentos de deuda internacional

- La inercia y los costos de corto plazo son el obstáculo mayor, por lo que una vez que los mercados acepten el nuevo *standard* no debería haber mayores costos de financiamiento de los países que hagan uso de las CAC's aun en jurisdicciones como la de Nueva York. Fuertes incentivos pueden ser necesarios para sobrellevar el problema del iniciador. Pero si el uso de la CAC emerge como *standard* de mercado entonces tendrá que haber incentivos de mercado para los subsecuentes emisores para continuar haciendo uso de la CAC de estas cláusulas.

### **Costos Permanentes**

- La segunda razón para el desgano de los emisores cláusulas de acción colectiva en bonos soberanos es el temor al incremento permanente de los costos de financiamiento. Es posible que Estados Unidos e inversores quienes generalmente compran en la actualidad bonos sin cláusulas de acción colectiva en las nuevas emisiones de mercado, puedan tener una fuerte preferencia intrínseca por estos bonos. Los inversionistas puedan exigir una prima adicional con la finalidad de mantener bonos soberanos con cláusulas de acción colectiva particularmente si estas cláusulas no son fuertes en protección contra potenciales abusos. Si este es de hecho el caso, la presión de mercado tendería a llevar a los deudores lejos del uso de esta cláusula. Los deudores podrían tener que determinar si los beneficios que ellos pudieran recibir en el largo plazo por incluir cláusulas de acción colectiva en sus bonos superan los costos.
- Grupos de representación de gerentes de portafolio dedicados a mercados emergentes en Estados Unidos junto con otros grupos del sector privado

representando un amplio espectro de las posiciones de mercado “comprador” y “vendedor” han expresado su disposición de adoptar provisiones de reestructuración de la mayoría para los bonos gobernados bajo la Ley de Nueva York. Sin embargo, ellos han solicitado un umbral de votación significativamente mayor a las típicamente encontrados en los bonos gobernados bajo la Ley de Inglaterra y otros cambios contractuales que pudieran hacer mas difícil la enmienda de términos no financieros para fortalecer la participación en una reestructuración (también llamado consentimiento de salida). Los contactos informales con los gerentes dedicados a los portafolios de mercados emergentes en Estados Unidos resaltaron la posible resistencia a un canje total para retirar bonos que no contengan cláusulas de acción colectivas por nuevos bonos que sí los contengan.

- Los gerentes dedicados a portafolios han elevado dos preocupaciones asociadas con el amplio uso de las provisiones de reestructuración por mayoría hoy encontradas en los bonos gobernados bajo la Ley de Inglaterra. El primero, que los inversionistas dudan que la inclusión de cláusulas de acción colectiva en algunos, pero no en todos, los instrumentos de deuda vayan a reducir significativamente el alcanzar acuerdos sobre reestructuración total de deuda. El segundo, los inversionistas creen que las cláusulas de acción colectiva, necesitan ser cuidadosamente diseñadas para proteger los “derechos de los acreedores” y limitar el potencial abuso. Específicamente los inversionistas domésticos pueden mantener largas porciones del capital de una determinada emisión con provisiones de acción colectiva, tanto como resultado del *Trading* en el mercado secundario o por la pesada participación en el mercado domestico primario. Estos inversionistas, mientras no tengan control sobre el deudor, no obstante ser sujeto a persuasión moral. Esto crea el riesgo que los deudores puedan ingeniar el apoyo para la reestructuración el cual no es apoyado por la mayoría de los

inversores no residentes. Algunos inversionistas creen que los umbrales de votación en las provisiones de reestructuración por mayoría no encontrados en bonos gobernados bajo Ley de Inglaterra pierden de proveer la suficiente protección contra el riesgo que un soberano pueda ganar control en la mayoría de un bono, y que este riesgo supere los beneficios potenciales asociados a una mejor capacidad de resolver problemas de acción colectiva.

### **Evidencia disponible**

- Las evidencias existentes no sugieren que el uso de cláusulas de acción colectiva incremente el costo de financiamiento. Una comparación de dos bonos líquidos emitidos en la misma jurisdicción con idénticos términos financieros, pero con diferentes provisiones de reestructuración puede ofrecer la mejor prueba de las cláusulas en el precio. Esta comparación es imposible. Los emisores típicamente no emiten bonos en la misma jurisdicción con diferentes provisiones de reestructuración. Numerosos estudios han intentado comparar el efecto de emisión en una determinada jurisdicción - como una aproximación muy cercana para el uso de cláusulas de acción colectiva.

Toda la búsqueda de control para la acogida de las características de un bono (liquidez, moneda, etc.) y del emisor, incluyendo variables que afecten la calidad de crédito, con la finalidad de tratar de aislar el impacto de la jurisdicción en el precio. Esto es difícil: El tamaño promedio de las nuevas emisiones gobernadas por la Ley de Inglaterra es mas pequeña que las nuevas emisiones gobernadas por la Ley de Nueva York y la baja calidad de crédito y alta calidad de crédito de los prestatarios son mas propensos a emitir bonos con cláusulas de acción colectiva que el espectro de los prestatarios de calidad de crédito medio. Un estudio (Eichengreen and

Mody<sup>34</sup>) sugiere que los emisores de alta calidad de crédito que usan la documentación del estilo inglés, pagan un *spread* mas bajo mientras que los prestatarios de baja calidad de crédito pagan un *Premium*. Sin embargo, mucho de estos estudios han encontrado poca evidencia que los emisores quienes emiten bonos gobernados bajo la Ley de Inglaterra sistemáticamente pagan un *premium* relativo a emisores quienes emiten bonos gobernados bajo la Ley de Nueva York y aun en algunos pequeños descuentos encontrados por el uso de la Ley de Inglaterra<sup>35</sup> Estos estudios también indican que los hallazgos son altamente sensitivos a la técnica econométrica usada el tipo de corrección de los problemas de calidad de la data y si se corrige o no la posibilidad de endogeneidad.

- Ausencia de una clara evidencia econometrita de algún impacto en el costo de financiamiento es consistente con otra evidencia que los mercados aceptan bonos soberanos gobernados por la Ley de Inglaterra<sup>36</sup>. Muchos inversionistas institucionales, incluyendo los

---

<sup>34</sup> Eichengreen and Mody. "Bail-ins, Bailouts and Borrowing Costs" IMF Staff Papers, Volume 47 pp 155-188 (2001) See also Eichengreen and Mody "Would Collective Action Clauses Rise Borrowing Costs: An Update and Additional Results", Policy Research Working Paper No 2363 World Bank May, 2000. Cita de pie de pagina textual del documento "**Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use**" el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación.

<sup>35</sup> Vease Petas and Rahman, "Sovereign Bonds - Legal Aspects that affect Default and Recovery" *Global Emerging Markets – Debt Strategy*, Deutsche Bank (May 1999). Tsatsanoris K. "The Effect of Collective Action Clauses on Sovereign Bonds Yields", in Bank of International Settlements *International Banking and Financial Market Developments*, Third Quarter PP 22-23 (1999) Dixon and Wall "Collective Action Problems and Collective Action Clauses, Bank of England Financial Stability Review (June 2000) and Becker, Richards and Taicharoen, "Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly?" IMF Working Paper WP/01/92 (July 2001) Cita de pie de pagina textual del documento "**Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use**" el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación.

<sup>36</sup> Esta evidencia es solo pertinente al uso de típicas cláusulas de los bonos bajo la Ley de Inglaterra; la aceptabilidad de mercado de mayores provisiones innovadoras es discutida en el paper acompañante a este ("**Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use**") Cita de pie de pagina textual del documento "**Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use**" el cual se

inversionistas institucionales basados en Estados Unidos ya mantienen bonos de Rusia denominados en US Dólares los cuales son gobernados por la Ley de Inglaterra. Estos bonos constituyen una porción sustancial de participación en el índice Global EMBI<sup>37</sup>. El staff no encontró evidencia en la investigación por el lado de las ventas de los bancos de inversión que refieran a las cláusulas de acción colectivas explicando por qué algunos bonos en particular se desviarán de los justos valores de las curvas de rendimiento. Las agencias de calificación de riesgo no han citado a la ley aplicable de la emisión de un bono como factor de riesgo en la calificación del bono. La mayoría de los Soberanos de los mercados emergentes ya han emitido bonos en jurisdicciones donde las cláusulas de acción colectiva son normas de mercado. Algunos Soberanos usan la misma ley aplicable para todas sus emisiones externas, mientras otros usan diferentes leyes aplicables para bonos emitidos en diferentes monedas. Un número de emisores rutinariamente usan la Ley de Nueva York para bonos soberanos internacionales denominados en dólares y la Ley de Inglaterra para bonos soberanos internacionales denominados en Euros. Esto sugiere que no hay una ventaja sistémica de precio asociada con el uso de una jurisdicción dada para todos los segmentos de mercado. Los emisores no aparentan creer que una ventaja precio a la oferta de Nueva York para emisiones denominadas en Euros. Sin embargo, ninguna de estas evidencias es concluyente. El impacto último de un uso ampliado de las cláusulas de acción colectiva en el costo de financiamiento no puede ser determinado con certeza sobre la base de la evidencia disponible.

---

reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación.

<sup>37</sup> Los Bonos Internacionales Soberanos de Ucrania y Paquistán denominados en US Dólares son también del índice Global EMBI y gobernados bajo la Ley de Inglaterra. El índice también incluye un bono internacional emitido por el Banco Central de Filipinas que es gobernado por la Ley de Inglaterra. Cita de pie de página textual del documento “**Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use**” el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación

- La sola exhortación oficial no ha sido suficiente para sobrellevar la existencia de impedimentos para cambiar la documentación que incluya las cláusulas de acción colectiva para nuevas emisiones de bonos. Previos llamados de la comunidad oficial para un uso más ampliado de estas provisiones ha tenido efecto limitado. El uso de cláusulas de acción colectiva en emisiones de bonos denominados en moneda extranjera por economías industrializadas- notablemente Canadá y Reino Unido - han sido insuficiente para convencer a las economías de mercado emergente en alterar la documentación que ellos usan en sus emisiones de bonos gobernados por la Ley de Nueva York y Alemania. Esto ha despertado el interés de explorar la creación de fuertes incentivos para el uso de provisiones contractuales que puedan contribuir a mejorar los procesos de reestructuración de deuda soberana.

### **Consideraciones en la Promoción de un uso Ampliado de las Cláusulas**

- Cualquier intento de promover un más amplio de las cláusulas de acción colectiva tendría que abordar una serie de preguntas importantes.
- Primero, ¿que tipo de cláusulas debe el Fondo promover activamente? ¿Podría ser las cláusulas limitadas a la reestructuración por mayoría y provisiones obligatorias por mayoría que se han encontrado en los bonos existentes, o a pueden ser promovidas la adopción de nuevos tipos de cláusulas? ¿Cuál es el umbral de votación que debe ser requerido para la provisión de reestructuración por mayoría? ¿Puede un umbral de votación del 95% ser suficiente?<sup>38</sup>

---

<sup>38</sup> Los Acreedores Asociados de Mercados Emergentes “The Emerging Market Creditors Associated” han sugerido un umbral de votación del 95% en su modelo de provisiones para bonos soberanos. Cita de pie de pagina textual del documento “**Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use**” el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación

- Segundo, ¿puede centrarse en la nueva deuda emitida después de una fecha determinada o se hará el esfuerzo de cambiar los términos contractuales del saldo actual de la deuda?
- Tercero, ¿serán necesarias las cláusulas solo para ser usadas en los bonos internacionales o pueden ellas también ser necesarias para ser incluidas en otro tipo de deudas, incluyendo créditos sindicados, y deuda gobernada por ley local (cuando sea denominada en moneda local o extranjera)?
- El documento *“The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses”* que acompaña a éste discute a profundidad el tipo de cláusulas que el Fondo podría promover activamente. Este concluye que los componentes mas críticos de las existentes cláusulas de acción colectiva son:
  - **Provisiones de reestructuración por mayoría.** Que permite a una mayoría calificada solicitar a todos los tenedores de bonos de una misma emisión la reestructuración de los términos financieros antes y/o después del incumplimiento o *“default”*.
  - **Provisiones de mayoría obligatoria,** el cual permite, (a) a una mayoría calificada de tenedores de bonos, limitar a una minoría de tenedores de bonos acelerar sus reclamos después del incumplimiento o *“default”*, y (b) una mayoría simple o calificada revertir la aceleración cuando esta ya haya ocurrido. Aun mas efectiva el tipo de provisión obligatoria es la encontradas en los contratos fiduciarios gobernados por la de Inglaterra, en donde, adicionalmente, el derecho a favor de los tenedores de los bonos de iniciar procedimientos legales es conferido al fiduciario, a quien solo le es requerido actuar si es solicitado por el porcentaje requerido de tenedores de bonos. Mas aun, los términos del contrato fiduciario

asegurarán que los procesos de litigio sean distribuidos por el fiduciario entre todos los tenedores de bonos.

Habría una variación en el alcance de los umbrales de votación usados en estas provisiones. Sin embargo, requieren el apoyo del 95% de los tenedores de bonos, como han sugerido algunos gerentes de portafolio dedicados a mercados emergentes pudiendo echar por tierra el propósito de la provisión de reestructuración por mayoría.

- **En relación con la posibilidad de desarrollar nuevos tipos de cláusulas**, el documento *“The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses”* que acompaña a éste, evalúa éstas cláusulas en ambos términos, por su contribución a los procesos de reestructuración y por su aceptabilidad en el mercado. Dada una serie de características de diseño de estas cláusulas siguen siendo poco claras y el *feed back* del mercado ha sido más bien limitado, es muy temprano dibujar una conclusión firme en relación a ellos. Con esa importante advertencia, el análisis preliminarmente sugiere que la más promisoria de esas provisiones es la cláusula de representación o compromiso *Representation Clause o Engagement*, en la cual puede ser autorizado el fiduciario de los tenedores de bonos de un sindicato (o su delegado), actuar como canal de comunicación entre el deudor y los tenedores de bonos tan pronto como sea posible durante la reestructuración. Mientras esta provisión pueda jugar un papel de ayuda – pero quizás no crítico – en el rol de los procesos de reestructuración, la reacción del mercado, a la fecha, ha sido mixta. Con respecto a la cláusula de inicio, aunque se mantiene algo de incertidumbre de cómo pudiera ser diseñada esta provisión, el mercado no ha respondido positivamente a esta propuesta. Finalmente, mientras sea de gran ayuda introducir cláusulas que agregan reclamos a través de

instrumentos el diseño e instrumentación de esta cláusula sería difícil y, a la fecha, la reacción del mercado a esta propuesta ha sido negativa.

- **La opción de cuando buscar la inclusión de las cláusulas solo en nuevas emisiones o, cubrir todo el saldo de deuda a través de un canje que pueda reemplazar los bonos existentes que carecen de cláusulas de acción colectiva tiene implicaciones importantes para cualquier política diseñada a promover el uso de las cláusulas.** Requiriendo la inclusión de las cláusulas de acción colectiva solo en nuevas emisiones limita el ritmo con el que bonos con cláusulas de acción colectiva se difundirá a través de todo el saldo de bonos soberanos internacionales de mercado emergente. Los beneficios para un específico país miembro también serán limitados hasta que los bonos con cláusulas de acción colectiva constituyan una participación significativa de su saldo de deuda en circulación. Mientras las cláusulas han ayudado a facilitar reestructuraciones en casos en donde no todos los bonos tuvieron cláusulas (Ucrania), obteniendo total impacto las cláusulas requeridas, que las cláusulas presentes en todos los bonos. Consecuentemente, pudiera ser difícil demostrar que requiriendo el uso de las cláusulas sólo en nuevas emisiones de bonos, pudiera hacer un impacto significativo sobre la habilidad de un miembro de adoptar políticas para ayudar a resolver sus dificultades de balanza de pagos o significativamente resguardar los recursos del Fondo.
- **Los esfuerzos de cambiar el saldo de deuda en circulación pueden tener un impacto mayor.** Retirando todos los bonos que carezcan de cláusulas de acción colectiva podría inmediatamente incrementarse la capacidad de un miembro de deuda que le resulte necesaria. Mas aún éste canje ofrece una oportunidad para consolidar un número de saldo de deuda en circulación de bonos emitidos en una solo nuevo bono y

entonces obtener una medida de agregación. Esta consolidación, sin embargo, puede también resultar en un solo gran pago o por el contrario crear un perfil de servicio de deuda grumoso que pueda complicar los esfuerzos de un miembro de manejar su deuda prudentemente.

- **Aun canjes conducidos en condiciones favorables de mercado parecieran tener un costo significativo en el sentido que los tenedores de bonos necesitarán un incentivo para transar sus bonos viejos por nuevos.** Los tenedores de bonos pueden igualmente demandar una prima para mantener los nuevos bonos con cláusulas de acción colectiva, como se mencionó anteriormente. La prima demandada por los tenedores de bonos para participar en un canje pudiera ser particularmente muy alta si el miembro espera hasta encontrarla relajadas para iniciar un éste canje, en el sentido que un riesgo mayor que el esfuerzo de introducir cláusulas de acción colectiva pueda ser interpretado como una señal mas de riesgo mas favorable para futuras reestructuraciones. Condicionando el acceso a los recursos del Fondo en un canje, también se le da a los tenedores de bonos un provecho adicional sobre el país-miembro. En la medida en que ellos puedan coordinarse y actuar colectivamente, los tenedores de bonos pudieran tener la capacidad de ralentizar el acceso a los recursos del Fondo a un miembro que tengas bonos en circulación vigentes con cláusulas de acción colectiva.
- **Como se discutió en el documento “The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses”** que acompaña a éste, incluyendo cláusulas de acción colectiva en otros instrumento distintos de bonos y deuda domestica, incrementa el numero de dificultades que los también relacionados con el diseño y alcance de los Mecanismos de

Reestructuración de Deuda Soberana, (MRDS). Estos temas serán discutidos a profundidad en un documento futuro.

- La claridad en estos temas es mas importante en la discusión de las políticas de condicionamiento de acceso a los recursos del Fondo sobre la inclusión de las cláusulas de acción colectiva que en la discusión de méritos o del esfuerzo general de persuadir a los emisores para ampliar el uso de las cláusulas de acción colectiva

## **El Alcance para que el fondo pueda promover el uso de cláusulas**

### **La supervisión del Fondo**

- **El Fondo puede estimular más fuertemente el uso de las cláusulas de acción colectiva a través de su proceso de supervisión.** El Fondo ya tiene políticas de estímulo para que sus miembros hagan uso de las cláusulas de acción colectiva<sup>39</sup>. Hay numerosas formas posibles que el Fondo pueda mas activamente estimular el uso de las cláusulas de acción colectiva en nuevas emisiones. El Fondo puede también considerar los pasos para estimular canjes de retiro de deuda existente y reemplazarla por nueva deuda que contenga cláusulas de acción colectiva. Las posibles vías para el fortalecimiento de la supervisión del Fondo incluyen:
- **Una supervisión más activa en las provisiones contractuales empleadas en las nuevas emisiones de deuda soberana.** Las provisiones que ha usado un país en su reciente emisión de deuda puede ser un tópico cubierto las consultas del Artículo IV. Los miembros pueden rutinariamente proveer al Fondo con copias de la documentación que ellos

---

<sup>39</sup> “Acting Managing Director’s Report to the IMFC (4/12/00); IMFC Communiqué (4/29/01) Cita de pie de pagina textual del documento” **“Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use”** el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación.

usan en su emisión internacional de bonos para facilitar ésta supervisión. El Fondo puede también hacer seguimiento del uso general de las provisiones de acción colectiva por los emisores de mercados emergentes y, el staff del Fondo puede periódicamente reportar al Directorio sobre las provisiones usadas en emisiones de bonos soberanos emitidos por sus miembros – Seguimiento CAC -.

- **El Fondo puede mantener el seguimiento de la porción total del saldo de la deuda externa soberana del país que contenga cláusulas de acción colectiva.** Países con saldo de sustancial de deuda con ausencia de cláusulas de acción colectiva pueden ser estimulados a considerar voluntariamente canjes para retirar los bonos existentes que no contengan cláusulas de acción colectiva.
- **Haciendo uso de la cláusulas conocidas por el público.** Los resultados multilaterales del “Seguimiento CAC” pueden ser divulgados. El uso de un país de la cláusula de acción colectiva puede ser también reportados en los reportes de Staff del Artículo IV y referidos a las reuniones de Directorio.
- **Las guías del FMI/Banco Mundial sobre gerencia de deuda pública puede ser enmendada para endosar explícitamente el uso de las cláusulas de acción colectiva como mejor práctica.** Estos esfuerzos pueden ser apoyados por los esfuerzos concurrentes de estimular el desarrollo de un nuevo estándar de mercado para la documentación de bonos de mercados emergentes y de proveer asistencia técnica para apoyar el uso de cláusulas de acción colectiva. El Staff del Fondo puede trabajar activamente con los emisores y las principales empresas activas del lado de las ventas del mercado de deuda soberana para estimular el cambio del estándar de mercado en jurisdicciones clave. La mayor parte

de los bonos soberanos son comprado por el mercado por un limitado número relativo de casas de inversión, y su documentación generalmente sigue el estándar de mercado existente. Las principales empresas del lado de las ventas y los principales inversores del lado de los compradores, los principales emisores y la comunidad oficial pueden trabajar conjuntamente para desarrollar una nueva documentación “plantilla” y el sector oficial pueda supervisar el uso de esta nueva plantilla.

- **Una mas activa supervisión del uso de cláusulas es claramente deseable.** Vale la pena tratar de ayudar a catalizar el desarrollo de un nuevo estándar de mercado y seguir de las tendencias en las emisiones de bonos tiene una obvia ventaja incrementando el entendimiento del Fondo de las provisiones contractuales usadas en las emisiones de deuda internacional y en la estructura de deuda de sus miembros. Sin embargo, la pasada experiencia sugiere que estos esfuerzos no parecieran ser suficientes para inducir un cambio en el comportamiento de los principales emisores.

## **Los Incentivos Financieros: Condiciones de Acceso al Financiamiento del Fondo**

### **Condiciones de Acceso a las facilidades del Fondo**

- **Esta sección discute hacer el uso de las cláusulas una condición para el acceso a los recursos del Fondo y/o Facilidades Especiales, como las Líneas de Crédito Contingentes (LCC)<sup>40</sup> y proveer un**

---

<sup>40</sup> Las Líneas de Crédito Contingentes, LCC, se enmarcó dentro de las Facilidades Especiales que fue aprobada por El FMI en la primavera de 1999 como respuesta de la crisis asiática de 1997-98. En este sentido las LCC servirían como defensa preventiva de los países que aplicaran políticas sólidas y que no estuvieran en riesgo de crisis de balanza de pagos por su gestión, pero que pudieran ser afectados por el contagio financiero de la cuenta capital de otros países. Para tener acceso a una LCC el país miembro del FMI tenía que cumplir con cuatro criterios. a) Ausencia de necesidad de utilizar recursos del FMI. El país tendría que haber aplicado políticas que se hubiesen considerado no proclives a generar la necesidad de financiamiento del FMI, salvo debido al contagio; b) Una evaluación positiva de las políticas del país y avances en materia de observancia de normas

**aumento del nivel de acceso para que los países busquen retirar los bonos en circulación que no contengan cláusulas de acción colectiva y les canjeen.** Como se indicó anteriormente, dentro de cualquiera de estas opciones se hará necesario delinear con precisión qué pasos específicamente debe necesitar hacer un miembro para poder ser elegible de aprovechar los recursos del Fondo. Esto puede incluir específicamente sí bastaría con incluir cláusulas de acción colectiva en nuevas emisiones o sí un miembro pueda necesitar conducir un canje para retirar los bonos que no contengan cláusulas de acción colectiva.

- **Mas generalmente, todas las opciones discutidas a continuación asumen que hay una relación fuerte entre las cláusulas de acción colectiva y los objetivos de política que gobiernan el uso de los recursos del Fondo.** Esta relación no siempre será enteramente obvia. En muchos casos no será necesario la reestructuración de la deuda y la emisión de bonos sin cláusulas de acción colectiva no tendrá impacto en el ajuste de la balanza de pagos del país miembro. El no incluir cláusulas de acción colectiva en nuevas emisiones o procurar un canje para retirar los bonos sin cláusulas de acción colectiva no puede, por lo tanto, justificar la interrupción del apoyo del Fondo. Al contrario, en el caso que un miembro tenga una crisis de balanza de pagos que requiera reestructuración de deuda, la inclusión de las cláusulas de acción colectiva no necesariamente significa que eventualmente sea activada. Su habilidad de contribuir a una pronta y ordenada reestructuración será reducida en

---

internacionalmente aceptadas; c) Relaciones constructivas con los acreedores privados y progresos tendientes a limitar la vulnerabilidad externa y d) Un programa macroeconómico y financiero satisfactorio y el compromiso de adaptar las políticas.

La LCC sería de un año y se estimaba que podría significar hasta 3 a 5 veces el aporte del país miembro.

La LCC no fue usada por algún país miembro desde su entrada en vigencia y en Noviembre de 2003, luego de una evaluación del Fondo, su directorio decidió la no prolongación de esta facilidad especial. Sin embargo, la LCC constituyó un incentivo a los países para la instrumentación de políticas acertadas Fuente:

<https://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/ccls.htm>

reestructuraciones que requieran coordinación de acciones de muchas diferentes emisiones de bonos. Como se ha señalado, en el documento *“The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses”* que acompaña a éste, - del cual reproduciremos sólo los aspectos relativos mas relevantes – el hecho que las cláusulas de acción colectiva solo operen dentro de una sola emisión representa una importante limitación de la aproximación contractual.

### **Exigir Cláusulas de Acción Colectiva en nuevas emisiones de bonos durante acuerdos con el Fondo**

- **La inclusión de las cláusulas de acción colectiva en deuda emitida durante un programa del Fondo puede ser hecho como exigencia para la compra de recursos del Fondo.** Todos los países con base al Fondo les puede ser exigido usar las cláusulas de acción en nueva deuda emitida durante el programa. Esto puede ser justificado sobre la base que el uso de las cláusulas en nueva deuda pueda, en extremo, a salvaguardar los recursos del Fondo. Con el tiempo, este requisito progresivamente incrementaría el número de bonos vigentes que incluyan cláusulas de acción colectiva. El uso de estas provisiones por los países con programas apoyados por el Fondo puede ayudar a aclimatar al mercado para mantener bonos con estas provisiones y por lo tanto, allanar el camino para una amplia aceptación.

### **Hay muchas objeciones a esta exigencia**

- Primero, los miembros de los mercados emergentes tienden a aprovechar los recursos de Fondo cuando ellos tienen dificultades de acceder al financiamiento privado de los mercados en términos sostenibles. En la medida en que la adopción de cláusulas reduzca la cantidad o incremente el precio del financiamiento privado disponible, puede complicar las

dificultades a un miembro con los mercados financieros. Esto es particularmente cierto si el miembro en cuestión emite en mercados en donde la adopción de provisiones de acción colectiva no son ya una práctica estándar de mercado.

- Segundo, existe el riesgo que los programas que hagan los países adoptar las cláusulas las estigmatizarán y haga a países que no estén aprovechando al Fondo menos dispuesto a hacer uso de estas provisiones. Es posible decir si el uso de las cláusulas por un programa para países quebrará la resistencia al cambio en los mercados en donde el uso de estas provisiones no sea todavía una norma o, solidifique la oposición del uso voluntario de las cláusulas.
- **Tercero, estas exigencias pueden reducir la demanda de acuerdos con el Fondo.** Los países pudieran tener acceso si las ventajas de una estructura de política acordada con el Fondo superan las dificultades asociadas con la introducción de nueva documentación dentro de sus bonos soberanos.

#### **Exigencia que todos los bonos en circulación tengan cláusulas de acción colectiva como condición para desembolsar**

- **Una amplia exigencia sería para condicionar cualquier uso de los recursos del Fondo sobre un cambio de toda la deuda en circulación por una deuda con cláusulas de acción colectiva.** Los países que ya hacen uso de las cláusulas de acción colectiva en sus bonos internacionales o que han acordado un swap o cambio por anticipado puedan evitar la dificultad de tratar de acordar un mayor canje de deuda al mismo tiempo que busquen negociar un acuerdo con el Fondo. Pero países que no hubieron buscado un swap o cambio pueden aprovechar del Fondo solo si hubieron logrado cambiar los términos de

reestructuración de su deuda. Un swap mayor una acción primordial para desembolsar.

- **Como se indicó anteriormente, una mayor dificultad es que el comienzo de los programas apoyados por el Fondo es pobre de tiempo para buscar alterar los términos legales del saldo de deuda dado el potencial problema de señalización.** Los países pudieran tener que pagar una prima solo por el cambio legal de los términos. Sin embargo, no es obvio que las ganancias asociadas con insertar cláusulas de acción colectiva por sí solas, justificaría el costo. Por otro lado, si los países buscaron alterar tanto el perfil de vencimiento como los términos legales en un swap mayor basadas en operaciones de mercado, los costos financieros se incrementarían sustancialmente. En cualquiera de los casos, el costo del canje empeoraría los prospectos para la sostenibilidad de deuda.
- **Podría ser inherentemente dificultoso obtener altas tasas de participación en un canje para retirar la deuda existente durante unas condiciones desfavorables de mercado que pedir a un miembro buscar acceso a los recursos del Fondo.** Particularmente, en tiempo de stress, los inversores pueden preferir mantener bonos que no contengan cláusulas de acción colectiva para maximizar su aprovechamiento individual debiendo haber una reestructuración. Hay factores de compensación que pueden estimular la participación si el emisor puede obtener el apoyo de una masa crítica de tenedores de bonos para el canje. Manteniendo la deuda que no contenga cláusulas de acción colectiva obviamente no incrementa el aprovechamiento del inversor, en una negociación de reestructuración. Igualmente, bonos con o sin cláusulas de acción colectiva parecieran ser ofrecidos en condiciones similares. Más aún, los inversores, valoran la liquidez. Si una gran porción de un bono dado es retirado y el nuevo bono con cláusulas de acción colectiva es emitido la comercialización migrará al nuevo bono. No obstante es posible

que algunos inversores puedan preferir mantener bonos menos líquidos pero que provean bases más fuertes de litigio.

- La salida por consentimiento puede ser usada para enmendar los términos no financieros de los bonos gobernados por la Ley de Nueva York con la finalidad de hacer menos atractivas las actuaciones de salidas “*holding outs*”. Sin embargo, el uso excesivo de las salidas por consentimiento puede complicar el restablecimiento de la confianza y los esfuerzos para establecer un perfil de la deuda sostenible. Adicionalmente, como se discutió en el documento anterior, (indicar cual) el uso de las salidas por consentimiento en la reciente reestructuración de la deuda de Ecuador, ha generado un malestar considerable en la comunidad de acreedores<sup>41</sup>.

### **Elegibilidad para el acceso a facilidades especiales**

- Una alternativa puede ser aprobar de manera contingente Líneas de Crédito Contingentes (LCC) sobre el uso de cláusulas de acción colectiva si, en un nuevo bono emitido después de una determinada fecha o para todos los bonos en circulación. Esto pudiera requerir una mayoría simple del Directorio Ejecutivo del Fondo<sup>42</sup>. Mas ampliamente, las LCC está dirigido para miembros que han adoptado practicas de gerencia de deuda y reservas para limitar su vulnerabilidad a las crisis financieras, ellos como parte integrante dentro de los mercados financieros globales. El uso de las cláusulas de acción colectiva – el cual puede facilitar una resolución cooperativa y ordenada de una crisis profunda en caso que un shock

---

<sup>41</sup> Véase Seminario “Involving Private Sector in the Resolution of Financial Crisis –The Restructuring of International Sovereign Bonds – para futuras consideraciones EBS/02/15. (01/31/02). Cita de pie de pagina textual del documento” **“Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use”** el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación.

<sup>42</sup> Resumen elaborado por el Chairman, “Líneas de Crédito Contingentes”. EBM/00/113 (11/17/00). Cita de pie de pagina textual del documento” **“Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use”** el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación.

profundo no anticipado deje al país sin alternativa pero buscar una reestructuración de su deuda - es claramente una de esas prácticas. El inconveniente obvio de esta opción es la ajustada elegibilidad de exigencias para la facilidad que no haya sido usada no prueba que sea un poderoso incentivo. Una revisión sobre las LCC se llevará a cabo en el otoño de 2002.

### **Elegibilidad por acceso excepcional**

- **Una presunción puede ser introducida como niveles excepcionales de acceso a los recursos del Fondo puedan ser provista por aquellos miembros que hacen uso de las cláusulas de acción colectiva.** Esta provisión aplica a las Líneas de Crédito Contingentes (LCC) y a las Facilidades de Complementación de Reserva (SRF) o a través de facilidades más ampliamente sobre la base de que los esfuerzos para mantener un saldo de deuda flexible que es resistente frente shocks externos que pueda ayudar a limitar la necesidad de recurrir a una más completa y disruptivo incumplimiento y reestructuración en una crisis. Esta presunción puede, en teoría, ser justificada por la necesidad de salvaguardar los recursos del Fondo cuando el acceso exceda los límites normales: El uso de la cláusula de acción colectiva podría facilitar la resolución de crisis y reducir el riesgo de su prolongada existencia. En caso de un evento mayor a las dificultades anticipadas, el uso de las cláusulas de acción colectiva podría facilitar la restauración de un perfil de deuda sostenible que aumente la capacidad del miembro de pagar al Fondo. Por supuesto, el uso sólo de las cláusulas de acción colectiva no sería suficiente para justificar un acceso excepcional. Este acceso podría ser provisto solo por aquellos miembros que estén haciendo frente a necesidades financieras cuya deuda haya fue juzgada sostenible en el contexto de un fuerte programa de política de ajuste.

- **Esta política puede ser difícil de instrumentar consistentemente.** El efecto de incentivo podría depender de la credibilidad del compromiso del Fondo de negar niveles excepcionales de apoyo a un miembro solo porque ese miembro haya fallado en hacer uso de las cláusulas de acción colectiva. Esto puede dificultar el compromiso de justificar y sostener, dar una relativa importancia de muchos otros factores en la determinación de la capacidad de un miembro de regresar a la viabilidad financiera con una política mixta dada de medidas y financiamiento.

### **Elegibilidad de préstamos en mora**

- **La disposición del Fondo de prestar en mora puede ser condicionado al compromiso del uso de las cláusulas de acción colectiva en nueva deuda emitida en una reestructuración completa.** Esto evita la dificultad de solicitar a un país que no está en incumplimiento o “*default*” que busque un cambio completo de los términos legales de su saldo de deuda en circulación. Los países ya en mora necesitarán buscar una reestructuración para limpiar su mora y echar las bases para el regreso a la sostenibilidad en cualquier caso. Esta riesgosa exigencia haciendo uso de las cláusulas indica acerca de previos incumplimientos y en consecuencia estigmatizar potencialmente su uso. Sin embargo eso solo incrementaría la participación de los bonos en circulación con cláusulas de acción colectiva y de la modo contribuir a hacer del uso de las cláusulas de acción colectiva un estándar de mercado. Esto podría ser análogo con el rol jugado por el Plan Brady en la creación del mercado para las nuevas emisiones de bonos soberanos. Los bonos bajo la Ley de Inglaterra constituyen someramente el 17% del valor facial de los Bonos del EMBI Global y las futuras reestructuraciones pudieran incrementar más rápidamente esa participación.

### **Altos niveles de acceso para estimular el uso de las cláusulas**

- Con la finalidad de evitar la percepción que la política existente esté siendo cambiada para aquellos países que incumplan en el uso de las cláusulas de acción colectivas se daría una consideración para la opción que claramente provea un acceso adicional a aquellos quienes hagan uso de estas provisiones.
- **Una opción podría ser incrementar los límites de acceso dentro de las facilidades existentes para miembros que hagan uso de las cláusulas de acción colectiva en su deuda soberana.** Por ejemplo, una norma de mayor acceso dentro de las líneas de crédito contingentes, LCC, podría crearse para países que hagan uso de las cláusulas de acción colectiva. Esto podría hacerla más atractiva para países con cláusulas que busquen una LCC. Por supuesto, el acceso debe estar relacionado con la necesidad. El uso de las cláusulas por si misma no podría necesariamente crear una gran necesidad potencial de balanza de pagos. Pero el Fondo podría adoptar una política que proveyera mayor nivel de acceso para aquellos miembros quienes hayan incluido cláusulas en sus bonos internacionales cuando hayan experimentado una necesidad para acceder a los recursos del Fondo de justificado financiamiento por parte de éste.
- **El Fondo podrá proveer acceso adicional para conseguir nuevas necesidades de balanza de pagos a que se llegue en un contexto de un cambio o swap para retirar la deuda existente carente de cláusulas de acción colectiva.** Este financiamiento adicional pudiera ser provisto en la forma de “arreglo aparte” que se comprometería cuando el acuerdo sea aprobado y desembolsado siempre y cuando el miembro acordó un canje para retirar la deuda existente carente de cláusulas de acción colectiva. Con toda probabilidad este “arreglo aparte” proveería fondos que habrían de ser pasados a los tenedores existentes de la deuda y entonces usada para proveer un incentivo hacia ellos para canjear su

deuda existente por nueva deuda que incluya cláusulas de acción colectiva. Esto podría ser en alguna forma análoga con el financiamiento suplementario provisto para apoyar deuda y servicio de reducción de deuda.<sup>43</sup> En estos casos el financiamiento extra fue vinculado a la clara necesidad definida – la necesidad de financiar la compra de colateral para catalizar un negocio que pudo hacer menores los pagos externos y allanar el camino para la restauración de la sostenibilidad. Un swap para retirar la deuda existente podría traer un aumento en las necesidades de balanza de pagos dado lo parecido de los costos de cualquier canje.

- **En la medida en que “el arreglo parte” estuviera disponible en el contexto en el que el swap de deuda es usado para financiar un pago por adelantado hecho por el deudor a los tenedores de bonos para facilitar un canje, este monto del “arreglo aparte” se habría hecho disponible dentro de las políticas vigentes a una facilidad especial establecida para alcanzar necesidades especiales de balanza de pagos.** Como ya se ha indicado y seguidamente mas en detalle, los montos del “arreglo aparte” para este propósito podrían beneficiar desde un cargo menor y un periodo largo de recompra si estuvo disponible si estuvo disponible dentro de una facilidad especial, pero sólo si fueran si realmente fueran usados para alcanzar esta necesidad especial. Un cargo menor y un periodo largo de recompra no podría ser aplicado para recursos que sean usados para financiar otras necesidades de balanza de pagos de miembros que pasen a usar cláusulas de acción colectiva.
- **Esta aproximación ha tenido ventajas de recompensa a miembros por buscar retirar bonos que no contengan cláusulas de acción**

---

<sup>43</sup> Política de Deuda y Servicio de Reducción de Deuda (en inglés *DDSR*) fue adoptada en Mayo de 1989, eliminado en Marzo de 2000. Cita de pie de pagina textual del documento “**Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use**” el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación.

**colectiva, pero también incrementa el número de temas adicionales de política.** Primero, el acceso vinculado a una sola, política específica – un esfuerzo para retirar la deuda existente que carezca de cláusulas de acción colectiva – mas que un programa de fortalecimiento general. Segundo, sería difícil justificar la disposición de financiamiento del Fondo únicamente para estimular un swap que retire los bonos sin cláusulas de acción colectiva y reemplazarla por deuda que incluya cláusulas de acción colectiva pero llevando términos financieros idénticos. Los esfuerzos previos para apoyar canjes de deuda han sido vinculados a los esfuerzos de mejorar la sostenibilidad del saldo de la deuda cambiando su perfil financiero. Tercero, será complicado determinar el nivel preciso de necesidad asociada de balanza de pagos con una transacción para retirar deuda que no contenga cláusulas de acción colectiva. Cuarto, esta política no recompensaría al país miembro que ya haya incluido las cláusulas de acción colectiva en una fracción sustancial de su deuda soberana.

### **Cambios de los términos financieros de las facilidades del Fondo una tasa especial de cargo**

- **La inclusión de las cláusulas de acción colectiva no podría, en si misma, proveer la base legal para el Fondo ofrecer menores cargos o periodos largos de recompra.** Sin embargo, en la medida en que la inclusión de las cláusulas de acción colectiva de lugar a una necesidad especial de balanza de pagos, cargos menores pudieran ser ofrecidos en aquellas compras que se han hecho para alcanzar esta necesidad especial.
- **Dentro de los artículos, los cargos deben ser uniformes para todos los miembros.** De conformidad con el artículo V, sección 8(d) de los artículos del Fondo, los cargos periódicos que el Fondo deja a usar a sus

miembros de sus recursos mas allá del tramo de reserva debe ser “uniforme para todos los miembros” El concepto de uniformidad establecido por el Fondo en el Art. V, sección 8(d) permite al Fondo adoptar diferentes tasas de cargo por una facilidad especial. Eso permite a una facilidad especial que se establezcan para hacer frente a “problemas especiales de balanza de pagos” dentro del Art. V Sección 3 (a). Por ejemplo el Fondo tiene el derecho de imponer una tasa mayor de cargos sobre compras de Facilidades de Reservas Suplementarias (en inglés SRF) porque la facilidad SRF es una política especial establecida para hacer frente a problemas particulares de Balanza de Pagos dentro del significado del Art. V, Sección 3(a) Una tasa mayor aplica uniformemente para todas las compras de una facilidad por los miembros. *Eso no sería posible de diferenciar las tasas impuestas sobre compras hechas dentro de la misma facilidad ya que estas compras se harían disponibles para hacer frente al mismo problema de balanza de pagos.* El criterio relevante para determinar cuando un miembro esta enfrentando un problema de balanza de pagos que sea “especial” dentro del significado del Art. V, Sección 3(a) es la causa del problema de balanza de pagos. Por lo tanto, por ejemplo, la SRF fue establecida para hacer frente a problemas de balanza de pagos causadas por una súbita y disruptiva perdida en la confianza del mercado reflejada en la presión de la cuenta capital y de las reservas de un miembro<sup>44</sup>.

- **La existencia de cláusulas de acción colectiva no daría lugar normalmente por si misma, a una necesidad especial de balanza de pagos.** La inclusión de cláusulas de acción colectiva puede ser relevante para determinados propósitos determinando si un miembro está

---

<sup>44</sup> Similarmente, la Facilidad Extendida del Fondo - otra política especial - fue establecida para financiar problemas de balanza de pagos que se plantean de un ‘desajuste estructural de producción y comercio’. Cita de pie de pagina textual del documento “**Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use**” el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación.

instrumentando políticas que le permitirán hacer frente a un problema de balanza de pagos y por lo tanto pueda ser relevante para el diseño de una condicionalidad del Fondo. Sin embargo, mientras estas cláusulas puedan ayudar a un país a resolver un problema de balanza de pagos, no serían ellos normalmente la causa de estos problemas.

- **Una excepción podría ser cuando un miembro este haciendo frente a un costo de financiamiento adicional asociado con un pago por adelantado en efectivo como una inducción a los inversionistas de canjear bonos por nuevos que contengan cláusulas de acción colectiva.** Las necesidades derivadas de este pago concebiblemente podrían proveer una base para el establecimiento de una política especial con cargos menores. Esta facilidad especial solo podría proveer financiamiento a una tasa de cargo menor por necesidad especial derivadas del costo del canje de la deuda. Esto no sería aplicado a los recursos usados para alcanzar otras necesidades de balanza de pagos.
- **También sería posible hacer la inclusión de las cláusulas de acción colectiva un criterio de elegibilidad para una de las facilidades especiales existentes,** como las Líneas de Crédito Contingentes (LCC), y luego una menor tasa de cargo sobre la facilidad. Sin embargo, no sería posible tener una LCC-1 con cargos mayores y una LCC-2 con cargos menores ya que ambos llegarían a un mismo problema de balanza de pagos.

#### **Un periodo especial de recompra**

- **Dentro del Artículo V, Sección 7(d) el Fondo por una mayoría del ochenta y cinco por ciento, puede adoptar periodos especiales de recompra** para recursos que se hacen disponibles de acuerdo con las políticas especiales que han sido establecidas de acuerdo con el Artículo

V, Sección 3(a): Es decir, para necesidades especiales de balanza de pagos. De acuerdo y en consistencia con el análisis arriba indicado, un largo período de recompra podría hacerse disponible con respecto a aquellas compras que se hagan disponibles para alcanzar necesidades especiales derivadas de los costos asociados a los pagos por adelantado si un canje de deuda se llevó a cabo para incluir cláusulas de acción colectiva<sup>45</sup>.

- **En cualquier caso, no es obvio que el prospecto de cargos menores sobre futuros financiamientos del Fondo o de un período especial de recompra provocaría grandes cambios en los patrones de emisión.** La magnitud de estos incentivos no parece ser suficiente para inducir estos cambios.

#### **Obligaciones de membresía**

- **Los artículos del Fondo podrían ser enmendados para requerir de los miembros del Fondo hacer uso de las cláusulas de acción colectivas en nuevos bonos o para el saldo total de su deuda en circulación.** Se les podría solicitar a los miembros cargar con los costos financieros, en su caso, relacionados con el uso de cláusulas en su nueva deuda o llevando a cabo un *swap* para cambiar los términos legales de su deuda en circulación.

---

<sup>45</sup> La otra única base para establecer períodos de recompra especial podría ser el Artículo V, Sección 4, el cual permite al Fondo establecer condiciones cuando se permita a un miembro hacer compras que podrían resultar que el Fondo mantenga un excedente en la moneda del miembro 200% de la cuota. Sin embargo, dado sus propósitos - salvaguardar los recursos del Fondo esta provisión podría ser usada para periodos cortos no - largos de recompra. Cita de pie de pagina textual del documento” **“Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use”** el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación.

- **Hay otros problemas prácticos importantes si el uso de las cláusulas fuera un requerimiento de membresía.** No está claro como el Fondo pudiera reaccionar si un miembro emite deuda sin cláusulas (o emite un complicado instrumento financiero que sea juzgado como deuda). Los remedios para este tipo de violación de obligación por cualquier miembro podría presumiblemente ser aquella, ahora especificada en el Artículo XXVI, Sección 2 que va desde una declaración de no elegibilidad para el uso general de los recursos del Fondo a través de la suspensión del derecho de voto hasta obligar el retiro de la membresía.

### **El alcance para promover el uso de las Cláusulas Fuera del Fondo**

Los esfuerzos por el Fondo serían más efectivos si fueran apoyados por esfuerzos intensificados de otros en estimular un cambio global en la documentación estándar empleada en los mercados donde las cláusulas de acción colectiva no son aún una norma. Hay un número de pasos que otros actores distintos al Fondo pudieran tomar que sería de ayuda.

### **La Persuasión**

- **Las principales casas emisoras e inversionistas institucionales podrían liderarla, por ejemplo.** Liderado por activos inversionistas institucionales y bancos de inversión en el mercado de deuda emergente se podría desarrollar – en conjunción con los principales representantes de los emisores – un nuevo modelo de cláusulas y estimular a los principales emisores de mercado emergente hacer uso de estas provisiones en nuevas emisiones<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup> La Asociación de Acreedores de Mercados Emergentes (en inglés Emerging Market Creditors Association, EMCA) recientemente propuso un número de provisiones modelo para bonos soberanos Véase detalladamente la discusión de estas provisiones propuestas en el documento “The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses” que acompaña éste. Cita de pie de pagina textual del documento “Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use” el cual se reproduce en castellano casi textualmente en su totalidad como fuente derecho del presente trabajo de investigación

- **El G-10<sup>47</sup> y otras economías industriales podrían incluir cláusulas de acción colectiva en su deuda soberana.** Muchos miembros del G-10 ya hacen uso de las cláusulas de acción colectiva en su emisión de deuda soberana denominada en moneda extranjera sin ningún aparente impacto en las prácticas de mercado en Nueva York y Alemania. El consistente uso de estas provisiones por los países industrializados podría alterar el estándar de mercado para emisiones de mercado emergente en Nueva York aunque la reacción del mercado a la fecha no provee una base fuerte para la confianza. Mientras los mercados de bonos estén segmentados no es claro que el cambio del estándar en la documentación de bonos para un país industrial podría trasladarse dentro de cambios en la documentación usada para prestatarios de mercados emergentes más riesgosos. Sin embargo un uso mas amplio de estas provisiones por los países del G-10 podría ayudar que el uso de estas provisiones no sea una señal de pobre calidad de crédito, y por lo tanto pueda contribuir con un ambiente general que pueda hacer fácil cambiar la práctica de mercado en jurisdicciones donde estas provisiones no son actualmente una norma.

---

<sup>47</sup> Conformado por los ministros de Finanzas de las 10 Economías mas industrializadas del mundo, el Grupo de los Diez (G-10) tiene su origen en el grupo de países que acordaron participar en los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (AGP), un acuerdo de obtención de préstamos suplementario que puede invocarse si se estima que los recursos del FMI no bastan para satisfacer las necesidades de sus países miembros. Los AGP se crearon en 1962, cuando los gobiernos de ocho países miembros del FMI —Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, los Países Bajos y el Reino Unido— y los bancos centrales de otros dos países, Alemania y Suecia, facilitaron recursos al FMI para su utilización por los participantes mediante la realización de giros y, en determinadas circunstancias, para financiar giros efectuados por no participantes. En 1964 los AGP se fortalecieron con la incorporación de Suiza, que entonces no era miembro del FMI, aunque se mantuvo la denominación de G-10. Tras sus inicios, el G-10 amplió su participación en el FMI, e incluyó la publicación de informes que en 1969 culminaron en la creación de los Derechos Especiales de Giro (DEG). El G-10 también fue el centro de las deliberaciones que en diciembre de 1971 dieron origen al Acuerdo de Smithsonian tras el derrumbe del sistema de Bretton Woods. Las siguientes organizaciones internacionales son observadores oficiales de las actividades del G-10: el Banco de Pagos Internacionales (BPI), la Comisión Europea, el FMI y la OCDE.

Fuente : Ficha Técnica FMI: “Guía sobre comités, grupos y clubes”

<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/groupss.htm#G10>

- **Igualmente, los mercados emergentes grado de inversión podrían hacer uso de las cláusulas de acción colectiva en sus bonos.** La introducción de estas provisiones en bonos emitidos por emisores de alta calidad de mercados emergentes - aquellos quienes han alcanzado el grado de inversión y que actualmente emiten con bajos *spreads* pudieran ayudar a establecer una nueva norma de mercado en aquellas jurisdicciones que aun no han abrazado el uso de las provisiones de acción colectiva. Esto podría ayudar a limitar el riesgo que el uso de las cláusulas sea interpretado como una señal negativa para los mercados y ayudar a evitar a estigmatizar su uso. Si un “cartel de principales emisores” acuerda solo emitir bonos con cláusulas de acción colectiva eso podría provocar el desarrollo de un nuevo estándar de mercado.
- **Los países industriales avanzados podrían proveer mejoras financieras para promover el uso de las cláusulas de acción colectiva.** Estimulando un *swap* para retirar el saldo de deuda en circulación sin cláusulas de acción colectiva, el G-10 y otros países ricos podrían ofrecer ayudar a sufragar alguno de los costos de la nueva emisión que acuerden un “estándar de mercado” para bonos con estas cláusulas en ciertas jurisdicciones o, mas ambiciosamente, por un *swap* que redefina el perfil de las provisiones de reestructuración de los bonos existentes. Para ayudar a sobrellevar el problema del primer impulsador (*first mover*) por ejemplo, la comunidad internacional, podría ofrecer por una vez 50 puntos básicos de subsidio para los primeros US\$ 5 mil millones para deuda soberana emitida con cláusulas de acción colectiva en jurisdicciones donde estas cláusulas no son la norma (a un costo de \$250 millones) Similares incentivos pueden ser recreados para un canje que altere los términos legales de los contratos de bonos existentes. Un pequeño pago en efectivo podría hacerse al país que canjee su deuda existente en el mercado de bonos de deuda soberana que carezcan de

provisiones de enmienda por mayoría por nuevos bonos con condiciones financieras idénticas y provisiones de enmienda por mayoría. En todo este umbral el pago en efectivo podría efectivamente fluir a los inversionistas como una inducción adicional para la compra de la emisión.

### **Exigencias regulatorias**

- **Las exigencias de registro de Valores de Estados Unidos y las exigencias de listado europea podrían ser cambiadas.** En Estados Unidos los inversionistas institucionales son los principales compradores de mercado de deuda. Los emisores de mercados emergentes típicamente mercadean sus bonos gobernados bajo la Ley de Nueva York para inversores estadounidenses haciendo el proceso de registro documentario con la Comisión de Intercambio de Valores (en inglés, *Security and Exchange Commission, SEC*) bajo la Ley de Valores de Estados Unidos 1933 (Ley de Valores) o por adjudicación privada bajo ciertas excepciones de exigencia de registro dentro de la Ley de Valores (incluyendo la regla 144A)<sup>48</sup>. Cambiando las exigencias de registro de valores de Estados Unidos y las reglas de excepción podría ser parte de un esfuerzo concertado para hacer del uso de las cláusulas de acción colectiva un estándar de mercado para bonos de mercados emergentes. Dado la posibilidad que solo las fuertes exigencias de registro podrían reducir el número de bonos registrados ante la *SEC*, y que fuertes exigencias de excepción podrían reducir la inversión de los inversionistas institucionales de Estados Unidos en bonos soberanos mas que incrementar el número de bonos con cláusulas de acción colectiva, una política como esta podría ser mas efectiva si las exigencias comparables regulatorias y de listado fueran introducidas en otros grandes centros financieros. Un esfuerzo concertado para hacer uso de las cláusulas una

---

<sup>48</sup> La regla 144A bajo la Ley de Valores, provee un espacio de seguridad en contra de las exigencias de registro de la Ley y es frecuentemente usada para ventas secundarias de valores no registrados a compradores institucionales calificados

exigencia al acceso a los mercados financieros de los principales centros financieros podría limitar el riesgo que emisores puedan encontrar otras formas de arbitraje regulatorio para evitar el uso de las cláusulas de acción colectiva en sus futuras emisiones de bonos.

- **Un esfuerzo concertado para cambiar las exigencias de registro de valores, reglas de excepción y exigencias de listados en todos los países del G-10 y Luxemburgo, podría potencialmente ser efectiva y merecería una futura exploración, sin embargo, las dificultades asociadas con una aproximación como esta no deben ser subestimadas.** Los reguladores generalmente ven su rol como los protectores de los inversionistas frente al fraude, obligando estándares de información y asegurando la integridad de los mercados no como la promoción del uso contractual de las provisiones que podrían facilitar reestructuraciones. En consecuencia, cambiando las exigencias de registro y listado, que entonces para eso fuera necesario el usar las cláusulas de acción colectiva requeriría un cambio en la filosofía regulatoria y de listado de los mayores reguladores y bolsas. Por ejemplo, la *SEC* enfatiza que las leyes de valores y las reglas animan a la protección del inversionista a través de las exigencias de información, no de la regulación de las provisiones usadas en instrumentos de mercado de capitales. Desde hacer de las cláusulas de acción colectiva una exigencia bien para el registro bajo la Ley de Valores o una excepción al registro de éste, no son creídos de ser consistentes con el actual mandato legislativo de la *SEC*, legislación parece ser necesaria para hacer el uso de las cláusulas de acción colectiva una exigencia para estos registros y excepciones.

**Conclusiones: “Cláusulas de Acción Colectiva en Contratos de Bonos Soberanos: Promoviendo un Mejor Uso”**

- **Las provisiones contractuales para facilitar la acción colectiva por acreedores durante procesos de reestructuración podría contribuir al desarrollo de una mejora en los procesos de reestructuración de deudas soberanas.** Ellos no pueden replicar un régimen estatutario, pero podrían garantizar a una súper mayoría de tenedores de un solo instrumento de deuda la capacidad para obligar a una minoría. Conjuntamente con ofertas de canje, las provisiones contractuales podrían ser empleadas para la reestructuración de múltiples instrumentos aunque ellos no ofrezcan protección en contra de determinados grupos de resistencia o “*hold outs*” que ganen control operacional de un instrumento. Los esfuerzos existentes para promover el uso de las cláusulas ha fallado en alterar la practica de mercado; provisiones que exigen unanimidad para enmendar términos financieros claves, son la norma en muchos mercados claves. Los emisores han sido reacios a desviarse del estándar de mercado.
- **Hay un alcance para intensificar los esfuerzos del Fondo para promover el uso ampliado de las provisiones contractuales.** Como parte del enfoque intensificado del Fondo sobre la dinámica de la deuda, sostenibilidad de deuda y la interacción de sus miembros con los mercados de capitales, hay meritos claros en una intensificada supervisión que hagan seguimiento al uso de las provisiones contractuales que facilite la acción colectiva en contratos de deuda soberana. Informes del Artículo IV podrían examinar las provisiones usadas en el saldo de deuda vigente de los miembros. La supervisión multilateral del Fondo de los mercados de capitales, podría hacer seguimiento de las tendencias en nuevas emisiones en varios mercados. Estos esfuerzos podrían ser complementados con actividades de divulgación para participar en el

desarrollo de nuevas normas de documentación en jurisdicciones claves, particularmente, Nueva York. Esto podría ser más efectivo si coincide con el trabajo por fuera del Fondo para apoyar un cambio en la práctica de mercado. Eliminando algunos potenciales impedimentos legales para el uso de las cláusulas de acción colectiva en ciertas jurisdicciones, predicando con el ejemplo, y la regulación para hacer el uso de las cláusulas una lista o exigencias de registro en todos los mayores centros financieros sería importante, aunque a la fecha, miembros hayan sido reacios a tomar estos pasos.

- **El Fondo debe esperar que los países que necesiten buscar una completa reestructuración de reducción de deuda deberán hacer uso de las provisiones contractuales que facilite la acción colectiva en sus reestructuraciones de deuda.** Ofertas de reestructuración total de deuda ofrece una oportunidad para introducir estas provisiones dentro del saldo total de la deuda de un país. Consecuentemente, el uso de las cláusulas de acción colectiva podría ser condición para programas que estén diseñados a apoyar reestructuraciones totales de deuda en el contexto de préstamos del Fondo dentro de la política de atrasos. Haciendo el uso de las cláusulas una condición para el acceso para todos los programas de apoyo del Fondo, o para el acceso excepcional, se elevan mayores preguntas difíciles. Muchos países buscan apoyo del Fondo están tratando de recuperar el acceso al mercado y reconstruir la confianza. Hasta el uso de las cláusulas es un estándar establecido de mercado, existe un riesgo que el uso de las cláusulas podría señalar futuras reestructuraciones y entonces, ser impedimento para el acceso al mercado. Introduciendo solo cláusulas dentro de nuevas emisiones podría fallar en alterar los términos contractuales de la deuda en circulación; esto podría limitar las ganancias esperadas de una exigencia como esta. Mas aun, eso podría hacer mas duro instrumentar consistentemente, una

política de negación de acceso a los recursos del Fondo para miembros que hayan incumplido en hacer uso de las cláusulas.

- **En general, hay algunas ventajas para coordinar esfuerzos que se enfoquen en un cambio del estándar general de mercado para emisiones de bonos soberanos internacionales en jurisdicciones donde las cláusulas de acción colectiva no son aun una norma.** Esfuerzos como este parecen ser más efectivos que el ejercer presión sobre un prestatario individual y así evitar potenciales problemas de señalamiento. Coordinado el cambio en el estándar de mercado podría ayudar a minimizar el costo del cambio. Pequeñas enmiendas de artículos, crean límites en la medida en que el Fondo pueda asegurar un cambio coordinado en la práctica de mercado más que hacer presión sobre países individuales. Todas las opciones distintas a ayudar a alcanzar costos de balanza de pagos asociados a un canje, inherentemente pone mas presión sobre aquellos países que necesitan voltearse hacia el Fondo para financiarse.

En temas para discusión este documento deja abierta las preguntas a los miembros en relación a cuales son las cláusulas que el Fondo debe promover, su rol de condicionalidad frente a esta iniciativa o por el contrario la inclusión de cláusulas en nueva deuda por emitir.

Seguidamente se reproducen las provisiones de acción colectiva del documento “Diseño y Efectividad de las Cláusulas de Acción Colectiva” en inglés *“The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses”* que hemos mencionado como el documento que acompaña al “Cláusulas de Acción Colectiva en Contratos de Bonos Soberanos- Promoviendo un mejor uso”, en inglés *“Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use”*.

### **1.1) Diseño y Efectividad de las Cláusulas de Acción Colectiva<sup>49</sup>**

El Fondo Monetario Internacional propone a través de este documento tres provisiones de Acción Colectiva.

1. Cláusulas de Representación,
2. Cláusulas de Inicio y
3. Cláusulas de Agregación.

En el marco de esta propuesta este documento identifica dos tipos de provisiones colectivas encontradas comúnmente en los contratos de deuda como lo son: las Provisiones de Reestructuración por Mayoría y las Provisiones Obligatorias de Mayoría<sup>50</sup>. Igualmente recoge las principales prácticas que caracterizan los regimenes de ley aplicable de los contratos de deuda y la falta de uniformidad en relación con estas provisiones entre las jurisdicciones de Nueva York, Inglaterra, Alemania y Japón.

### **Definición de Bono Soberano Internacional<sup>51</sup>**

Un “Bono” es un instrumento de deuda transable libremente que tiene un vencimiento fijo, normalmente con plazo mayor a un año desde su fecha de emisión, y emitido por un deudor en numero fijo. Este bono es Soberano cuando es emitido o garantizado por un Estado o Banco Central. Finalmente, es considerado “Internacional” si a) Es gobernado por una Ley distinta a la Ley del emisor y b) si otorga jurisdicción foránea sobre cualquier reclamo que pueda ocurrir en contra del bono.

---

<sup>49</sup> En ingles “*The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*” Fondo Monetario Internacional, Junio 06, 2002.

<sup>50</sup> En ingles *Majority Provisions* y *Enforcement Majority* respectivamente.

<sup>51</sup> “*The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*” Fondo Monetario Internacional, Junio 06, 2002. pág 3. Los Bonos Soberanos gobernados por la Ley de Alemania, normalmente no contiene provisiones de modificación.

## **Tipos de provisiones colectivas**

Existen dos tipos de provisiones colectivas comúnmente encontradas en los contratos de deuda como los son Provisiones de Reestructuración por Mayoría y las Provisiones Obligatorias de Mayoría.

- **Provisiones de Reestructuración por Mayoría:**

Muchos bonos soberanos internacionales – exceptuando aquellos gobernados bajo la Ley de Alemania - incluyen provisiones que permiten para la modificación de ciertos términos de un instrumento, el voto obtenido de sus tenedores debidamente constituidos en reunión de tenedores de bonos. Sin embargo, solo algunos de estos bonos permiten, para ciertos términos (provisiones de reestructuración por mayoría), como lo son a) la fecha de vencimiento, b) el monto de intereses y el principal y c) la moneda de pago que puedan ser modificadas por la mayoría calificada de tenedores de bonos. Aun cuando la ausencia de provisiones de reestructuración por mayoría realmente no evita que una mayoría alcance un acuerdo con el deudor para reestructurar sus obligaciones, acuerdos como éste, no aplican para cualquier tenedor de bono que disienta, el cual sigue teniendo el derecho de obligar a hacer cumplir sus derechos dentro de los términos originales.

En términos de saldo de deuda en circulación de bonos soberanos internacionales las provisiones de reestructuración por mayoría son generalmente encontradas en los bonos gobernados bajo las leyes de Inglaterra y Japón

Estas provisiones no están incluidas en los bonos soberanos internacionales gobernados bajo las leyes de Nueva York y Alemania. Como se verá mas adelante, mientras estas diferencias se expliquen en razón de las diferentes

prácticas en algunos casos, también obedecen a las diferentes leyes, entre otros.

### **Diseño de las Provisiones de Reestructuración por Mayoría**

Aunque los detalles de las Provisiones de Reestructuración por Mayoría varían entre los bonos estos generalmente un comparten un número de características:

- **Convocatoria de las Reuniones “*Convening of Meetings*”.**

El emisor generalmente tiene el derecho de llamar a reuniones de tenedores de bonos durante la cual se puede proponer la modificación de los términos del bono. Muchos bonos también incluyen provisiones que permiten a los tenedores de bonos mantener un porcentaje mínimo del saldo de capital vigente o en circulación, (típicamente alrededor del 10%) para hacer la convocatoria. En el caso de bonos emitidos bajo contratos fiduciarios, el fideicomisario (quien representa a los tenedores de bonos como grupo) también puede a discreción convocar a reuniones<sup>52</sup>

- **Notificación de Reuniones a los Tenedores de Bonos**

Los bonos generalmente exigen que la notificación dada a los tenedores de bonos sea adecuada, como los son la fecha, la hora, el lugar de las reuniones, así como los detalles de la propuesta de modificación. Ellos típicamente otorgan entre 20 a 50 días previos a la notificación a ser dada a los tenedores de bonos. Si los bonos están registrados con el fideicomisario (*trustee*) o agente de pago (*paying agent*) la notificación debe ser transmitida directamente a los tenedores de bonos por correo. Si

---

<sup>52</sup> En el caso de los bonos gobernados por la Ley de Japonesa, aunque el emisor tenga el derecho de convocar a reuniones, cualquier propuesta de modificación debe ser aprobada por la “Empresa comisionada por los tenedores de bonos” antes que pueda ser colocado en la orden del día. La empresa comisionada por los tenedores de bonos puede aprobar la propuesta de modificación solo si ella determina que dicha propuesta sería en el mejor interés de todos los tenedores de bonos. Cita tomada textualmente de documento “*The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*” Fondo Monetario Internacional, Junio 06, 2002.

los bonos están al portador la notificación es típicamente dada a través de publicaciones de prensa financiera específica dos veces dentro de un número específico de días antes de la fecha de la reunión. Hay una gran tendencia creciente para que los bonos sean emitidos bajo la forma de notas globales mantenidas por custodios quienes intentan la necesidad la necesidad de envíos físicos de títulos valores cada vez que sean transados. En este caso, la notificación es dada a través de los sistemas de compensación<sup>53</sup>.

- **Exigencias de Quórum**

**Quorum requirements.** En Bonos Soberanos Internacionales, con provisiones de reestructuración por mayoría, los términos claves incluyen aquellos relacionados con el interés y el pago de capital (principal), que puede ser modificado por la reunión de los tenedores de bonos solo si las exigencias de quórum para la reunión identificada del bono son alcanzadas. La mayoría de los bonos soberanos exigen un quórum especial de dos o más personas que detenten la mayoría calificada del saldo en circulación del capital (principal) de la emisión (típicamente tres-cuartos, pero en algunos casos dos-tercios) para adoptar la propuesta de modificación en la primera reunión de tenedores de bonos. Si el quórum no es alcanzado, la reunión queda suspendida para un período específico (usualmente 20 días). Estos bonos típicamente reducen el quórum para una reunión suspendida para tenedores de bonos que representen el 25 por ciento del total del capital (principal) de la emisión. La exigencia de un bajo quórum para reuniones suspendidas, es en parte, diseñada para proveer un incentivo a los tenedores de bonos a participar en la primera reunión donde la propuesta de modificación se considerará.

---

<sup>53</sup> Los servicios de compensación y pagos son provistos por instituciones como *The Depositary Trust Company*, en Estados Unidos; en el caso de los Eurobonos, *Euroclear y Clearstream Banking*. Cita tomada textualmente del documento “*The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*” Fondo Monetario Internacional, Junio 06, 2002

- **Reglas de Votación**

**Voting Rules** En Bonos Soberanos Internacionales, con provisiones de reestructuración por mayoría, la modificación de los términos claves del bono generalmente exige el apoyo de la mayoría calificada de tenedores de bonos presentes debidamente convocada la reunión con derecho a voto, normalmente tres-cuartos, pero en ocasiones tan bajo como dos-tercios del valor del bono emitido que es representados en la reunión: Ej: No esta basado en el total del capital (principal) de la emisión. Dicha decisión de modificación será vinculante sobre todos los tenedores de bonos, incluyendo aquellos no presentes en la reunión.

- **Bonos excluidos**

**Excluded Bonds** Con la finalidad de proteger los derechos individuales de los tenedores de bonos muchos Bonos Soberanos Internacionales con provisiones de reestructuración por mayoría, excluyen bonos que son “mantenidos para el beneficio” del emisor, para propósitos de quórum y votación<sup>54</sup>. Esto esta diseñado para prevenir que el emisor de ingeniar una reestructuración que sea perjudicial al interés de los verdaderos acreedores.

### **Diferencias en las Leyes Nacionales**

Como se mencionó anteriormente, cuando algunos bonos soberanos internacionales existentes tienen provisiones de reestructuración por mayoría, mucho otros no. La pregunta llega como si esas diferencias son explicadas simplemente por diferentes tipos de prácticas o son necesarias por las diferentes exigencias de las leyes nacionales. En la medida en que este ultimo es el caso, la introducción de las provisiones de reestructuración por mayoría podría exigir cambios legislativos en determinados países.

---

<sup>54</sup> Esto se logra mediante la exclusión de estos bonos de la definición “en circulación” (en inglés **outstanding**) Cita tomada textualmente del documento “*The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*” Fondo Monetario Internacional, Junio 06, 2002

Como la mayoría de los euro bonos son gobernados bien por la Ley de Nueva York o por la Ley de Inglaterra esta sección analiza si las diferencias entre estas leyes explican por qué este último tipo de euro bonos contienen provisiones de reestructuración por mayoría cuando los anteriores generalmente no. Adicionalmente, esta sección brevemente discute el impacto de las leyes de Japón y Alemania, sobre la inclusión o exclusión de las provisiones de reestructuración por mayoría en aquellos bonos soberanos internacionales que son emitidos en estos países.

### **Ley de Inglaterra**

Los bonos soberanos internacionales gobernados bajo la Ley de Inglaterra generalmente contienen provisiones de reestructuración por mayoría. En ausencia de cualquier limitación reglamentaria (*statutory limitation*) el principio de “libertad de contratación” (*freedom of contract*) permite a los tenedores de bonos libremente acordar términos como las provisiones de reestructuración por mayoría que limitará sus derechos individuales en el contexto de una reestructuración.<sup>55</sup> Como resultado de este principio, los acreedores minoritarios pueden bien hallarse en una situación donde la mayoría acuerda reestructurar sobre la base de motivos que no son compartidos por ellos, como por ejemplo la continuidad de relación de negocios con el deudor. Sin embargo, en ausencia de fraude en el proceso de votación, el hecho que los intereses de la mayoría cuando aprueben un acuerdo, puede no ser el mismo – o aun, puede entrar en conflicto – con la minoría generalmente no proveerá una base bajo la Ley de Inglaterra para cambiar dicho acuerdo. En la medida en que las provisiones de reestructuración por mayoría es adecuadamente comunicada a los tenedores

---

<sup>55</sup> Este principio también permite a los bonos soberanos internacionales gobernados bajo la Ley de Inglaterra de excluir las provisiones de reestructuración por mayoría. De hecho, muchos Bonos Brady, gobernados por la Ley de Inglaterra no las contenían. Cita tomada textualmente del documento “*The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*” Fondo Monetario Internacional, Junio 06, 2002

de bonos, el potencial para dicho conflicto es uno de los riesgos que un inversor conocidamente toma cuando compra un bono. En efecto, en circunstancias donde los términos del bono no específicamente excluye los bonos mantenidos para beneficio del emisor como propósito para la votación, es poco probable que una corte anule una reestructuración que fue alcanzada sobre la base de votos emitidos por dichos tenedores.

### **Ley de Nueva York**

En contraste, la mayoría de los bonos soberanos internacionales gobernados bajo la Ley de Nueva York, no contienen provisiones de reestructuración por mayoría. Esta exclusión, sin embargo, ha surgido de la práctica y atribuible al tratamiento de bonos no soberanos ofrecidos al público general de Estados Unidos. Específicamente la Ley de Estados Unidos sobre Contratos de Fideicomiso (*US Trust Indenture Act, "TIA"*) publicada en 1939 prohíbe cualquier deterioro de derechos de los tenedores de bonos de recibir pagos adeudados (o por demandas para recobrar pagos no realizados) sin su consentimiento, exceptuando que sea permitido por la mayoría de los tenedores de bonos con el 75% del saldo deudor del capital (principal) para posponer el pago de intereses por hasta tres años. La historia legislativa del *TIA* sugiere que el Congreso y la Comisión de Valores de Estados Unidos hayan preocupado que las cláusulas de reestructuración por mayoría del bono no provean supervisión judicial y en consecuencia pueda ser abusada por información corporativa.

Aunque las limitaciones impuestas en el *TIA* no aplican a los bonos soberanos, la documentación de los bonos soberanos gobernados bajo la Ley de Nueva York, la tiene como una práctica, generalmente seguida de la documentación de los bonos no soberanos y en consecuencia, normalmente no incluyen las provisiones de reestructuración por mayoría. Sin embargo, como la Ley de Estados Unidos no prohíbe el uso de estas provisiones en

cualquier emisión de bonos soberanos, es generalmente reconocido que esta práctica pueda cambiar sin modificaciones legislativas. En efecto ya existe al menos un caso donde un bono soberano internacional gobernado bajo la Ley de Nueva York que incluyó provisiones de reestructuración por mayoría<sup>56</sup>.

### **Ley de Alemania**

Los bonos soberanos internacionales gobernados por la Ley de Alemania no contienen provisiones de reestructuración por mayoría. Los escritorios jurídicos alemanes han generalmente sido reacios a emitir opiniones legales confirmando la validez de estas provisiones. Esto podría explicar por qué soberanos y sus suscriptores no incluyen estas provisiones en bonos soberanos gobernados por la Ley de Alemania.

En Alemania, el régimen estatutario para la modificación de los términos de un bono figura en la Ley de los Derechos Conjuntos de los Tenedores de Bonos del 4 de Diciembre de 1899. (Ley de tenedores de bonos, *Bonholders' Act*). La Ley de Tenedores de Bonos aplica a bonos emitidos en Alemania por residentes en Alemania, pero no aplica para emisiones no residentes (incluyendo gobiernos extranjeros) o deuda del gobierno Alemán.

Como la Ley de Estados Unidos sobre Contratos de Fideicomiso (*US Trust Indenture Act, "TIA"*), la Ley de los Derechos Conjuntos de los Tenedores de Bonos no permite renuncia (*waiver*) de los derechos de los tenedores de bonos de recibir el capital (principal) el cual es reservado para procesos de insolvencia, pero permite a una mayoría de tres-cuartos de la emisión del bono para reducir tasas de interés o posponer pago de intereses (en cualquier caso por hasta tres años) con la finalidad de salvaguardar los

---

<sup>56</sup> Autoridad de Generación Eléctrica de Tailandia (Electricity Generation Authority of Thailand). Emisión de US\$ 300.000.000.00. 7% Bono garantizado con vencimiento en 2008. Emitido en 1998 Cita tomada del documento "*The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*" Fondo Monetario Internacional, Junio 06, 2002

intereses de los tenedores de bonos individuales. Porque los términos de la Ley de los Derechos Conjuntos de los Tenedores de Bonos aplica por Ley a todos los emisores domésticos no soberanos y no actualizan o re expresan la documentación del bono local.

Mientras es generalmente reconocida que la Ley de los Derechos Conjuntos de los Tenedores de Bonos no aplica para bonos soberanos internacionales gobernados bajo la Ley de Alemania, es igualmente reconocido que los términos de esos bonos pueden ser sujetos de provisiones contenidas en el Código Civil Alemán en relación con las condiciones generales (*standard*) de negocio “Reglas” (*The Rules*<sup>57</sup>) las cuales intentan, entre otras cosas para proveer protección al consumidor. Muchos profesionales del derecho alemanes y participantes del mercado, señalan que el riesgo que una Corte Alemana pueda ser reacia a obligar a una provisión de reestructuración por mayoría contenida en un bono soberano internacional por el deterioro de los derechos de los tenedores de bonos individuales de no cumplir el estándar de equidad establecida en las *Reglas*. A la luz de esta incertidumbre, ellos creen que la validez de estas cláusulas puede solo ser aseguradas a través de una nueva promulgación estatutaria. Con ese fin, un grupo de practicantes legales han preparado un borrador de Ley y la han enviado al Gobierno Alemán, para su consideración.

Para hacer frente a esta incertidumbre, el Gobierno Federal Alemán, emitió un pronunciamiento el 14 de Febrero de 2000 en la que se admite la inclusión de las cláusulas de acción colectivas en emisiones de bonos soberanos sujetos a la Ley de Alemania. De acuerdo con este pronunciamiento y a partir que la Ley de los Derechos Conjuntos de los Tenedores de Bonos no aplica a los bonos de emisores extranjeros, los

---

<sup>57</sup> Estas Reglas (*Rules*) fueron inicialmente contenidas en la Ley de Contratos Tipo del 9 de Diciembre de 1976. y ahora están contenidas en las secciones 305 al 310 del Código Civil. Cita tomada del documento “*The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*” Fondo Monetario Internacional, Junio 06, 2002

bonos emitidos bajo la Ley de Alemania por deudores extranjeros serán sujetos de los principios generales de libertad de contratar así como las limitaciones establecidas en las *Reglas*. La cláusula puede ser eliminada bajo las *Reglas* si esto coloca al tenedor del bono ante una indebida desventaja de tal manera que sea incompatible con los principios de la buena Fe. El pronunciamiento destaca que esto es de conocimiento en los escritos legales que no existiría una indebida desventaja si las cláusulas de acción colectiva se modelaran sobre los principios de la Ley de los Derechos Conjuntos de los Tenedores de Bonos. Esto exigiría entre otras cosas, que cualquier restricción o renuncia de los derechos de los tenedores de bonos sea apoyada por una mayoría calificada de al menos el 75% del saldo deudor vigente (o en circulación) del capital o principal y que las decisiones de mayoría sean obligatorias sobre todos los tenedores de bonos si ellos la pasaron con la intención de salvaguardar los intereses conjuntos de los tenedores de bonos. Aunque la Ley de los Derechos Conjuntos de los Tenedores de Bonos no permite decisiones de mayoría de renuncia sobre el capital (o principal), el es sujeto a proceso de insolvencia, el pronunciamiento explica que dicha decisión de mayoría debe ser permitida a bonos soberanos extranjeros por cuanto los deudores extranjeros no están sujetos a la Ley de Insolvencia de Alemania.

Hasta Junio de 2002, este pronunciamiento del Gobierno Alemán no ha afectado las prácticas de mercado. Mientras el gobierno Alemán considera la situación legal de ser clara, algunos profesionales han expresado la visión que la incertidumbre legal se mantiene ya que el pronunciamiento no la hace vinculante con los tribunales.

### **Ley de Japón**

El código de comercio de Japón establece un régimen obligatorio para la reestructuración de bonos corporativos gobernados bajo la Ley de Japón. El

código permite a una mayoría calificada de acreedores de obligar a todos los acreedores a la revisión de términos claves (incluyendo pagos de capital e intereses) pero que cualquiera de dichas modificaciones debe ser aprobada por un tribunal, con la finalidad de asegurar que los derechos de algunos tenedores individuales no han sido abusados por cualquier colusión o acuerdo entre el emisor y la mayoría de acreedores.

Las provisiones de reestructuración por mayoría del Código de Comercio no aplican a bonos soberanos internacionales. Sin embargo, como un asunto de práctica, los bonos soberanos internacionales emitidos en Japón y gobernados por la Ley japonesa (Bonos Samurai), tienen incorporadas estas provisiones como términos contractuales, con la excepción que no hay una específica referencia de la necesidad de aprobaciones judiciales. Dichas cláusulas son válidas dentro de las provisiones del Código Civil el cual aplica a los Bonos Samurai. Sin embargo, una minoría de tenedores de bonos puede invocar la provisión de “abuso de derechos” del Código Civil para cambiar una decisión de mayoría si dicho abuso es demostrado. No ha habido decisiones judiciales sobre este tema.

### **Aceptabilidad del Mercado**

Aunque sería legalmente posible incluir las provisiones de reestructuración por mayoría en los bonos gobernados por la Ley de Nueva York, la pregunta llega sobre si dichas cláusulas serían aceptables para los compradores de esos bonos. La ley de Nueva York, es frecuentemente escogida para instrumentos que son vendidos a inversores institucionales de Estados Unidos dentro de ciertas excepciones de exigencias de registro dentro de la Ley de Valores de Estados Unidos 1933 (Ley de Valores), incluyendo la excepción de la regla 144A<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup> Ibid 46

Representantes de alguno de estos inversores de Estados Unidos han indicado que, mientras la inclusión de las provisiones de reestructuración por mayoría en bonos gobernados bajo la Ley de Nueva York sería inobjetable, los umbrales de votación basados en los bonos gobernados por la Ley de Inglaterra, no sería aceptable. Específicamente, la Asociación de Acreedores de Mercados Emergentes, (por sus siglas en inglés, EMCA)<sup>59</sup> propuso una serie de modelos de provisiones para emisiones de deuda soberana gobernadas bajo la Ley de Nueva York<sup>60</sup>. El modelo de provisiones de reestructuración por mayoría propuesto por EMCA, permitiría la reestructuración de términos claves, sobre la base de una votación favorable de 95% de los tenedores de bonos<sup>61</sup>. De acuerdo con EMCA este relativo alto umbral de votación (en comparación con el 75% en bonos gobernados bajo la Ley de Inglaterra) esta diseñado para hacer mas difícil a los soberanos el manipular el proceso de votación influyendo en los votos emitidos por las instituciones locales que están bajo su control directo o indirecto<sup>62</sup>. Como se indicó en el documento anterior, “*Cláusulas de Acción*

---

<sup>59</sup> Establecido en el año 2000, La Asociación de Acreedores de Mercados Emergentes, ( en inglés, Emerging Markets Creditors Association, EMCA) aunque hasta ahora ha centrado su atención hacia temas de arquitectura financiera internacional, mas que jugar un papel expícito en casos específicos de países. Cita Tomado del papel de trabajo “La Corporacion de Tenedores de Bonos Extranjeros” en inglés “Coporation of Foreign Bonholders” Paolo Mauro y Yishay Yafeh. FMI, 2003

<sup>60</sup> [www.emta.org](http://www.emta.org)

<sup>61</sup> Dentro de esta propuesta los términos claves incluyen no solo términos de pago, sino también términos de no pago, como pari passu, compromisos negativos de pago (negative pledge covenants), eleccion de la Ley, renuncia de inmunidades y consentimiento a la jurisdicción. Sometiendo estos términos de no pago, a un umbral de votación del 95% que permitiría la posibilidad de usar salidas consentidas para modificar los términos de no pago (a través de una mayoría menor) una técnica que fue exitosa invocada por el Ecuador en su restructuración de deuda de Julio de 2000. fuente: “The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses” Fondo Monetario Internacional, Junio 06, 2002 y “The Problem of Sovereign Debt Restructuring: How can we deal with holdout problem legally? Kentaro Tamura. Harvard Law School. International Finance Seminar. Professors Hal Scott and Howell Jackson. April 30, 2002

<sup>62</sup> La propuesta también amplia el alcance de los bonos que son excluidos de los propósitos de votación para incluir aquellos mantenidos por cualquier entidad “bajo la jurisdicción de, formalmente afiliado con, o bajo control” del emisor o de su banco central. Algunos inversionistas han reconocidos que tal amplitud no es necesaria dado el umbral de votación de 95%. Mas aun el modelo de cláusulas de EMCA eliminaría el quórum mínimo necesario de cualquiera de las reuniones suspendidas que normalmente encontradas en bonos

*Colectiva en Contratos de Bonos Soberanos: Promoviendo un Mejor Uso*”, sin embargo, los inversores institucionales de Estados Unidos, en el pasado compraron bonos gobernados por la Ley de Inglaterra (el cual provee un umbral de votación menor).

- **Provisiones Obligatorias por Mayoría**

Las provisiones de reestructuración por mayoría, discutidas en la sección previa, pueden invocar a la reestructuración de un bono tanto antes como después que un evento de incumplimiento haya ocurrido.<sup>63</sup> Esta sección discute las provisiones contenidas en muchos bonos soberanos existentes que permiten a una mayoría calificada de tenedores de bonos limitar la habilidad de un acreedor individual a ejecutar sus derechos en contra el deudor soberano después que ha ocurrido un incumplimiento o *default* (provisiones de ejecución por mayoría) Como será discutida, las provisiones relevantes, incluyen las restricciones sobre la habilidad de un tenedor de bono individual de: (i) Declarar el monto completo del bono adeudado y pagable (aceleración), y (ii) para comenzar un proceso legal en contra del soberano.

Respecto de algunos (no todos) la posibilidad para una mayoría calificada de limitar a un tenedor de bono individual la ejecución de derechos seguido de un evento de incumplimiento o *default* variará dependiendo sobre si el bono es emitido bajo un fideicomiso. Bajo un fideicomiso, los derechos de los tenedores de bonos individuales de ejecutar sus derechos ante un evento de incumplimiento o *default* son, sujeto a ciertas condiciones y dentro de ciertos límites, conferidos al fideicomisario quien representa a los tenedores de bonos como un grupo y tiene obligaciones fiduciarias con ellos. Las

---

soberanos existentes y que requieren explícitamente un quórum del 75% del capital, o principal, vigente para todas la reuniones de tenedores de bonos.

<sup>63</sup> Los eventos de incumplimiento o default típicamente incluyen no solo el fallo en el pago del capital (principal) o intereses cuando venzan, sino también, una serie de otros eventos, incluyendo el incumplimiento bajo otros endeudamientos (cross default)

características de los fideicomisos que serán discutidas en esta sección son encontradas en fideicomisos usados en conexión con algunos bonos soberanos internacionales gobernados bajo la Ley de Inglaterra.<sup>64</sup> Mientras los bonos soberanos internacionales gobernados por la Ley de Nueva York son estandarizadamente emitidos bajo contratos de agenciamiento fiscal, donde el agente fiscal representa al emisor, la Ley de Nueva York no prohíbe el uso de tipos de fideicomisos discutidas en esta sección.<sup>65 66</sup>

### **Aceleración**

Luego de un evento de incumplimiento o *default*, los tenedores de bonos frecuentemente tienen el derecho de reclamar el monto total de la deuda acordada y pagable. En algunos bonos emitidos bajo acuerdos de agenciamiento fiscal, cada tenedor de bono individual tiene el derecho de acelerar su propio bono (pero no el de toda la emisión) sin limitación<sup>67</sup>. En otros acuerdos de agenciamiento fiscal y de contratos de fideicomiso, la aceleración requiere de una solicitud hecha por el holding de los tenedores de bonos de un rango mínimo de entre 10% a 25% del valor de la emisión, mediante notificación escrita al agente fiscal o al fideicomisario<sup>68</sup>. En el caso de los contratos de fideicomiso, el fideicomisario también tiene la discreción de acelerar a favor de todos los tenedores de bonos. Permitiendo a una mayoría calificada de poner un freno a la habilidad de un pequeño grupo de tenedores de bonos de acelerar, tal vez particularmente relevante, cuando un evento de incumplimiento o *default*, es activado por la provisión de

---

<sup>64</sup> Una pequeña porción de Euro bonos gobernados bajo la Ley de Nueva York, son emitidos bajo contratos de fideicomisos los cuales comparten algunas de las características del estilo Inglés de fideicomisos

<sup>65</sup> Los bonos soberanos gobernados por la Ley de Alemania no usan fideicomisos. Los bonos soberanos Samurai, proveen a las "compañías comisionadas por tenedores de bonos" para representar a los tenedores de bonos

<sup>66</sup> Los contratos de fideicomiso son marginalmente más caros que los acuerdos de agenciamiento fiscal a partir de los servicios del fideicomisario y la documentación, son más costosos.

<sup>67</sup> Esta regla aplica sobre los bonos emitidos bajo la Ley de Alemania.

<sup>68</sup> En el caso de los bonos Samurai, la aceleración requiere de una solicitud del holding de los tenedores de bonos mayor al 50% del valor de la emisión.

incumpliendo cruzado (*cross-default provision*). En estos casos, este freno asistirá al soberano que tiene una serie de emisiones vigentes de limitar las consecuencias de su incumplimiento de pago respecto a una sola emisión de bono.

En muchos bonos soberanos internacionales gobernados por la Ley de Nueva York, el holding de los tenedores de bonos requiere de un porcentaje del capital, o principal, de entre 50% y hasta mayores al 75% para eventualmente revertir una aceleración de la emisión si todos los pagos incumplidos relativos al cronograma original de pagos (excluyendo cualquier monto acordado como resultado de la aceleración) hayan sido subsanados o dispensados<sup>69</sup>. Permitiendo a una mayoría de tenedores de bonos a rescindir una aceleración puede tener un efecto disuasorio contra litigios durante el periodo de negociación. En el caso que una mayoría calificada no haya podido prevenir una aceleración, los tenedores de bonos disidentes podrían estar desestimulados de iniciar litigios si ellos están atentos que un deudor puede organizar una mayoría calificada de tenedores de bonos para revertir la aceleración antes de obtener una sentencia. En general se reconoce que la capacidad de este mecanismo jugó un papel importante en el desestímulo de litigios contra Ecuador durante la reestructuración de su deuda en 1999<sup>70</sup>.

Con respecto a los bonos gobernados por la Ley de Inglaterra esto es normalmente – pero no siempre – alcanzado a través de las provisiones de reestructuración por mayoría, mediante enmienda a la fecha de vencimiento del bono, el cual requiere un quórum especial y apoyo de una mayoría calificada de tenedores de bonos. Si las provisiones de reestructuración por mayoría están incluidas en los bonos gobernados por la Ley de Nueva York,

---

<sup>69</sup> Los bonos soberanos gobernados por la Ley de Alemania y de Japón no contienen dicha provisión.

<sup>70</sup> Véase Lee C. Buchheit, “Como Ecuador Escapó de la Trampa del Bono Brady” en inglés “How Ecuador Escape the Brady Bond Trap” *International Financial Review*, December 2000 at 17

la reversión de la aceleración podría también ser alcanzada de la misma manera como es actualmente efectuado bajo la mayoría de los bonos gobernados por la Ley de Inglaterra, como por ejemplo, a través de la activación de la provisión de reestructuración por mayoría. Alternativamente, los bonos pueden mantener una provisión especial de desaceleración que es típicamente usada en bonos gobernados por la Ley de Nueva York y ocasionalmente encontrados en bonos gobernados por la Ley de Inglaterra. Bajo este último enfoque, un menor umbral de votación, por ejemplo 50%, podría ser usado y las exigencias de quórum existentes en las provisiones de reestructuración por mayoría pudieran no aplicar<sup>71</sup>.

### **Inicio de Procedimientos Legales**

Salvo un bono soberano internacional emitido dentro de la modalidad de fideicomiso, los tenedores de bonos individuales tienen derecho de iniciar procedimientos legales en contra del deudor después de un evento de incumplimiento o *default*, por el monto acordado y pagable. Cuando un contrato de fideicomiso es usado, los derechos individuales de los tenedores de bonos de iniciar un litigio es, con algunas limitaciones, delegado efectivamente al fideicomisario, quien es el único exigido de iniciar procesos si (i) es requerido para hacerlo por el requisito de porcentaje de tenedores de bonos (típicamente entre 20% y 25%) y (ii) es recibida una adecuada indemnización<sup>72</sup>. Dentro de los términos del instrumento, un tenedor de bono individual solo podría iniciar los procedimientos si el fideicomisario continúa fallando en llevarlo a cabo, después que estas dos condiciones se hayan cumplido. Mientras el fideicomisario pueda iniciar los procesos a su

---

<sup>71</sup> Las provisiones especiales de desaceleración contenidas en existentes bonos soberanos internacionales gobernados por las Leyes de Nueva York e Inglaterra generalmente no contienen exigencias de quórum especial.

<sup>72</sup> A diferencia del contrato de fideicomiso (*trust deed*), el fiduciario del fideicomiso de Estados Unidos (*US Trust Indenture*), otorga a los tenedores de bonos el derecho de llevar una acción individual ejecutoria en contra del emisor para recuperar cualquier pago de capital (principal) o intereses que no son pagados por éste cuando vencieron. El único derecho de los tenedores de bonos individuales para iniciar un litigio con respecto a la aceleración de los montos es delegada al fideicomisario.

discreción, es decir, en ausencia de una solicitud para el requisito de porcentaje de tenedores de bonos, eso normalmente no se hace por los riesgos y costos involucrados.

Como se discutió en el párrafo anterior, los términos de un bono emitido bajo el contrato de fideicomiso permitirán efectivamente a una mayoría calificada de limitar la habilidad de tenedores de bonos individuales de procurar litigios cuando ellos están negociando un acuerdo de reestructuración con el Soberano. Además de proveer protección temporal a los activos del Soberano, dicha limitación ampliará el prospecto de una negociación exitosa: Los acreedores serán menos dispuestos al ejercicio de la paciencia y negociar de manera ordenada si ellos sienten que otros acreedores están tomando ventaja de esta paciencia mediante la incautación de la oferta limitada de activos mantenidos por el Soberano en jurisdicciones del exterior. Cabe señalar, que esto puede ser también efectivamente alcanzado al permitir a una mayoría calificada de tenedores de bonos de revertir la previa aceleración<sup>73</sup>

### **Distribución (*Sharing*)**

Como consecuencia de la autoridad del fideicomisario de iniciar procesos legales a favor de todos los tenedores de bonos, cualquier monto recuperado por el fideicomisario a través de dichos procedimientos son a favor de los tenedores de bonos en grupo y, en consecuencia, son distribuidos pro-rata entre todos los tenedores de bonos. Por consiguiente, aun si un tenedor de bono quisiera procurar un litigio y ha logrado adquirir un porcentaje suficiente de bonos para permitirle solicitar al fideicomisario iniciar un litigio, el requerimiento para que el fideicomisario distribuya cualquier monto recibido a

---

<sup>73</sup> Sin embargo, solo la estructura del Fideicomiso puede efectivamente permitir a una mayoría calificada de tenedores de bonos el limitar la habilidad de tenedores de bonos individuales de procurar litigios después que un incumplimiento (default) haya ocurrido pero antes que una aceleración esté en efecto.

través del litigio a todos los tenedores de bonos sobre la base de una pro-rata, reducirá el incentivo a dicho tenedor de bono de hacerlo.

### **Diferencias en las Leyes Nacionales**

¿En qué medida las diferencias en el tratamiento de los derechos de ejecución reflejados en diferentes bonos, son requeridos por las diferencias en las legislaciones nacionales?

Dado el hecho que las diferencias giran en torno al tratamiento de los acreedores minoritarios, no es de sorprenderse que los principios aplicables a las provisiones de reestructuración por mayoría también apliquen a las provisiones de ejecución por mayoría.

En relación con la Ley de Inglaterra y Estados Unidos, - en ausencia de control de legislación- todas las limitaciones arriba mencionadas, pueden estar – y en algunos casos ya están – incluidas en la documentación de los bonos gobernados por esas leyes. No hay impedimento legal en los Estados Unidos para el uso del tipo de contratos de fideicomiso que son encontrados en algunos bonos soberanos regidos por la Ley Inglaterra.

En relación con la Ley de Alemania, los tenedores de bonos individuales tienen el derecho de ejecutar sus derechos (y mantener los procesos de cualquier recuperación) sin ninguna limitación. Por las razones arriba explicadas – ver sección Provisiones de Reestructuración por Mayoría, sección Ley de Alemania – muchos profesionales son de la visión que hay una incertidumbre legal de cuando las provisiones que limitan la habilidad de tenedores de bonos de hacer cumplir o ejecutar sus derechos pudiera ser incluida en los bonos soberanos regidos por la Ley de Alemania.

Los bonos regidos por la Ley de Japón, generalmente proporcionan que la aceleración puede solo ser efectuada a solicitud del holding de tenedores de

bonos con al menos el 50% del valor de la emisión. Estas cláusulas son inspiradas en el Código de Comercio. Aunque este Código no aplica para los Bonos Samurai. Más aun, dentro de los términos de los Bonos Samurai, los procedimientos legales pueden ser iniciados por una comisionada de tenedores de bonos de la compañía o cualquier tenedor de bono. No está claro, si sería válido dentro de la Ley Japonesa que una cláusula este limitando los derechos de tenedores de bonos individuales de iniciar procesos legales.

### **Aceptabilidad del Mercado**

En general, y basados en los limitados contratos que se han hecho con participantes de mercado, los inversores aparentan estar dispuestos a tolerar la inclusión de las provisiones de ejecución por mayoría en futuros bonos soberanos internacionales gobernados por la Ley de Nueva York. De hecho, las provisiones de ejecución por mayoría relativas a la aceleración y el reverso de la misma están ya incluidas en muchos de estos bonos. Con respecto al uso de los instrumentos de fideicomiso los cuales son encontrados en algunos bonos gobernados por la Ley de Inglaterra, (y los cuales no son típicamente encontrados en bonos gobernados por la Ley de Nueva York) los profesionales han generalmente indicado que esta estructura pudiera ser aceptable.

### **Las Nuevas Provisiones**

Esta sección discute los temas relativos al diseño y aceptabilidad del mercado de las cláusulas que aun no han sido incluidas en los bonos soberanos internacionales. La discusión de un borrador para el análisis de las “Cláusulas de Representación Colectivas” que estuvieron contenidas en

el reciente Reporte de Staff, y otras propuestas que han sido recientemente hechas por el sector oficial<sup>74</sup>

Para propósitos de evaluación de estas provisiones, la primera consideración ha obtenido dos factores:

- (i) Si estas provisiones pueden hacer una importante contribución en promover una ordenada y pronta reestructuración de deuda
  
- (ii) Si estas provisiones pueden ser aceptadas por el mercado

La siguiente evaluación es muy tentativa. No solo son la cantidad de temas a diseñar que necesitan ser resueltos, sino también, porque el *feed back* del mercado ha sido limitado.

- a) Cláusulas de Representación
- b) Cláusulas de Inicio
- c) Provisión de Agregación

#### **a) Cláusulas de Representación**

La primera sección de este documento “*Diseño y Efectividad de las Cláusulas de Acción Colectiva*”, ha descrito cómo las provisiones contenidas en un número de bonos soberanos internacionales vigentes pueden facilitar una reestructuración ordenada, limitando la habilidad individual de los acreedores de interrumpir las negociaciones – o minar un acuerdo alcanzado – entre el deudor y la mayoría de sus acreedores. Tan importante como son estas provisiones, ellas realmente no establecen procesos para las negociaciones. Si un deudor busca llegar a una rápida reestructuración con un número diferente de tenedores de bonos – incluyendo tenedores de diferentes emisiones de bonos – se encontrarán frente a una inevitable tarea de tratar de contactar y negociar con un

---

<sup>74</sup> Estas propuestas incluyen aquellas que han sido hechas por Mr. John Taylor, bajo la Secretaría del Tesoro de Estados Unidos

amplio, difuso y diverso cuerpo de acreedores. Mientras se pueda convenir una reunión de tenedores de bonos para los propósitos exigidos por ellos, para elegir un representante que sea autorizado a negociar en su favor, dicho movimiento puede tomar, consumo de tiempo y, desde la perspectiva del deudor, ser peligroso: Una vez que los tenedores de bonos reunidos, ellos puede optar, en vez de tomar esta oportunidad para ejecutar sus derechos dentro de los bonos. Por ejemplo, si el deudor está en incumplimiento solo en una de sus emisiones, pero desea reestructurar toda su deuda, los tenedores de bonos que todavía no han vencido, pueden sentir la necesidad de usar esta oportunidad de la reunión para votar para acelerar la emisión e iniciar procedimientos legales.

Aun si el bono es emitido dentro de un contrato de fideicomiso (*trust deed*) el fideicomisario (administrador) no es una contraparte útil en la negociación dentro de los términos de los instrumentos existentes. Por cuanto su relación fiduciaria con los tenedores de bonos, el fideicomisario estará muy reacio de incluso discutir una modificación de los términos que pudiera menoscabar los derechos de los tenedores de bonos sin una autorización previa de los tenedores de bonos el cual eleve los problemas de atraso e incertidumbre arriba mencionados.

Como una manera de atender el problema, una propuesta fue dar expresamente al fideicomisario (administrador) la autoridad para actuar como canal de comunicación entre el deudor y los tenedores de bonos antes de la reunión de los tenedores de bonos<sup>75</sup>. Para asegurar que los tenedores de bonos tienen la adecuada experticia, el fideicomisario (administrador) puede delegar esta función a un tercero, como por ejemplo, una institución financiera. Ni el fideicomisario, ni el delegado,

---

<sup>75</sup> Véase Lee Buchheit, "Clausula Colectiva de Representacion" ("Collective Representation Clause") International Financial Review 1998.

tendrían autoridad alguna para legalmente obligar a los tenedores de bonos a cualquier propuesta. Más aún, cuando una reunión de tenedores de bonos es eventualmente convocada, la autoridad del fideicomisario estará automáticamente terminada, salvo que sea extendida por los tenedores de bonos.

Esta propuesta es, en términos generales, un poco similar a – quizás no tan robusta como – la “Cláusula de Compromiso” (*“Engagement Clause”*) propuesta por el Subsecretario del Tesoro, John B. Taylor<sup>76</sup>. Descrito por el Sr. Taylor, una cláusula de compromiso puede empoderar a un representante a negociar con el deudor a favor de los tenedores de bonos y, adicionalmente, expondría detalladamente que datos el deudor necesitaría para proveer al representante de los acreedores y dentro de qué período. Aunque no explicita en la propuesta, podría ser asumido que la cláusula podría no dar al representante la autoridad para realmente obligar a los tenedores de bonos a los términos de una reestructuración.

Recientes reacciones acerca del limitado número de participantes de mercado respecto a este enfoque ha sido mixto. Por una parte, hay un reconocimiento que cualquier posición que facilite un contacto temprano entre el deudor y los acreedores durante una crisis, sería bienvenida. Más aún, en la medida en que dicha provisión no autorice al representante a obligar a los acreedores, los participantes reconocen que esto no resultaría en ninguna disminución de sus derechos. Por la otra, algunos participantes del mercado han expresado su preocupación referente a que cualquier provisión que pudiera empoderar al representante designado a negociar con el deudor podría resultar en un retraso en el inicio de las

---

<sup>76</sup> “Sovereign Debt Restructuring: A US Perspective” Observaciones de John B Taylor Subsecretario para Asuntos Internacionales del Tesoro en la Conferencia “Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards?”. Institute for International Economics, Washington DC. 02 de Abril de 2002.

negociaciones entre el deudor y los mismos acreedores. Estos participantes subrayan colocar un mayor énfasis en llevar a los deudores junto con los acreedores (quizás organizados en comités de acreedores) y no llevar a los deudores junto con intermediarios. Esta reacción es atribuible, en gran medida, a la preocupación de parte de los participantes de mercado, en relación a la forma como perciben la ausencia de transparencia y de los procesos colaborativos en las recientes reestructuraciones. Sin embargo, en la medida en que ambos, deudores y la comunidad oficial, señalen que es necesario un mayor esfuerzo debe ser hecho para dirigir estos asuntos de “proceso”, éstas provisiones podrían ser mas deseables. Por ejemplo, dado que esto puede tomar tiempo formar un comité de acreedores representativo, puede estar en los intereses de los tenedores de bonos tener legalmente un representante designado para encontrarse con el deudor en el ínterin. Una vez que el comité ha sido constituido, el rol del representante debería disminuir.

## **b) Cláusulas de Inicio**

Como lo demuestra la experiencia, después de un incumplimiento soberano, normalmente toma un periodo de tiempo a los acreedores obtener información relevante del soberano, escoger al representante o constituir el comité de acreedores, y negociar los términos de reestructuración con el deudor. Durante este periodo existe el riesgo de litigio por inconformidad que pudiera inhibir el progreso de las negociaciones entre el deudor y una mayoría de los acreedores. Este riesgo se puede incrementar en la medida en que, a partir que los bonos contengan cláusulas de reestructuración por mayoría, en estos casos, la única oportunidad de perjudicar a los tenedores de bonos de demandar sería antes que sea haya logrado el acuerdo de reestructuración. Para hacer frente a este riesgo, el subsecretario Taylor, ha propuesto introducir una cláusula de inicio en futuros bonos que proveerían un “periodo de

reflexión” entre la fecha en la que el soberano anuncie su intención de reestructurar y la fecha en la que el representante de los acreedores es escogida. Dentro de esta propuesta y durante ese periodo, los pagos deberían temporalmente ser suspendidos o diferidos y los tenedores de bonos se verían impedidos de iniciar litigios.

Tomando en cuenta las características arriba mencionadas, hay una cantidad de maneras en la cual dicha cláusula de inicio puede ser diseñada. Simplemente podría aplazar la ejecución de los acreedores, seguido de la ocurrencia de un incumplimiento que se ha disparado por el impago de moratoria o el incumplimiento cruzado “*cross default*” bajo cualquier otro instrumento de deuda. Alternativamente, la cláusula de inicio, podría proveer un período de gracia que diferiría la ocurrencia de un evento de incumplimiento hasta que el periodo determinado de tiempo haya transcurrido. Mientras que bajo el esquema anterior, los acreedores tendrían el derecho de acelerar sus reclamos, que bajo este último esquema propuesto no podrían.

En casos de litigio seguidos de un evento de incumplimiento “*default*”, no queda completamente claro si dicha provisión haría una diferencia crítica si los bonos ya contienen cláusulas de ejecución por mayoría descritas anteriormente. Como se discutió, en el caso en que un pequeño grupo de acreedores disidentes intentaran litigar, las cláusulas de ejecución por mayoría permitirían a una mayoría calificada frustrar dicho intento. Sin embargo, en los casos donde la propuesta proveería un período de gracia que retrasaría la ocurrencia de un evento de incumplimiento “*default*” podría proveer un período de respiro útil.

Hay que hacer notar que, a diferencia de otras cláusulas que han sido discutidas en este documento – todas de las cuales están dirigidas a problemas inter-acreedores por el desplazamiento de poder de un tenedor

de bonos individual hacia un grupo – esta cláusula podría transferir las ventajas de los acreedores hacia el deudor. Por esta razón, se habría encontrado resistencia de los participantes del mercado. Los contactos preliminares con algunos participantes ha confirmado esto: desde su perspectiva, la inclusión de un “período de enfriamiento” o “*cooling off*” que podría aplicar en todos los casos es arbitraria e innecesaria. En su visión, no hay evidencia para sugerir que un incumplimiento soberano será seguido de una carrera hacia los tribunales; ellos enfatizan que las provisiones de ejecución por mayoría, pueden adecuadamente dirigir estos riesgos. Mas generalmente, ellos sintieron que cualquier futura transferencia de ventajas legales de los acreedores al deudor solo serviría para debilitar el mercado de deuda emergente como clase de activo.

### **c) Provisiones de Agregación**

Es generalmente reconocido que las provisiones de reestructuración por mayoría y las provisiones de ejecución u obligatorias por mayoría arriba discutidas pueden facilitar una ordenadamente rápida reestructuración de deuda. Sin embargo, por cuanto ellas solo operan dentro de las cuatro esquinas del documento del bono, estas provisiones solo obligan a los tenedores de bonos de una misma emisión. Por consiguiente, ellas no tienen efecto sobre otros tenedores de bonos de otras emisiones, ni pueden aplicar a otros tipos de endeudamientos como lo son la deuda bancaria y el crédito comercial. Dada la cantidad de instrumentos que existen cuando un soberano desea comprometerse en una reestructuración total, mucho de los cuales son mantenidos por los acreedores con diversos intereses, esta es una seria limitación. Por ejemplo, para un soberano que tiene mucha deuda en bonos, los acreedores excluyentes puede interrumpir el proceso de reestructuración obteniendo una posición de control en una sola emisión de bono.

A la luz de esta limitación, ha habido algunas discusiones acerca de la posibilidad de desarrollar cláusulas de acción colectiva que efectivamente podrían agregar reclamos del acreedor a través de todos los bonos y otros instrumentos de deuda para propósitos de votación. Estas provisiones proveerían que, para propósitos de determinar si una mayoría calificada de tenedores de bonos apoya los términos de una reestructuración, los votos de aquellos que poseen instrumentos que contienen esas provisiones – en el presente o en el futuro – podrían ser agregados con aquellos acreedores de todos los otros bonos quienes mantienen instrumentos con la misma cláusula.

Mientras la incorporación de dichas cláusulas podría hacer una contribución particularmente valiosa para los procesos de reestructuración, la reacción temprana del mercado a esta propuesta ha sido negativa. Mientras los inversionistas reconocen que la aproximación “instrumento por instrumento” para resolver los problemas de acción colectiva tiene sus limitaciones, ellos son de la visión que una “super” cláusula de acción colectiva que agregue reclamos a través de instrumentos para propósitos de votación, podría severamente indeterminar sus derechos. En particular, ellos están preocupados que esas cláusulas pudieran exacerbar el riesgo de manipulación de votos como ya se indicó anteriormente. Por ejemplo, en el caso que los instrumentos mantenidos por los acreedores que tengan una larga relación con el soberano, o que estén de otra forma bajo la influencia del deudor, son agregados con los reclamos de acreedores “independientes”, esto podría proporcionar una oportunidad para el soberano de diluir los votos de este último grupo de acreedores. Mientras uno podría intentar dirigir esta emisión proporcionando mediante el establecimiento del lenguaje en el contrato que pudiera excluir a todos los votos de aquellos que están bajo la influencia del deudor, la aplicación de dicho lenguaje podría invariablemente ser sujeto de de disputa en casos

específicos. Más aún, la efectividad de cualquier proceso de resolución de disputa podría ser severamente indeterminada por el hecho que los instrumentos relevantes podrían ser gobernados por diferentes leyes y sujetos a jurisdicciones de distintos tribunales.

### **Alcance de deuda soberana que debe ser cubierta**

La sección anterior ha discutido el diseño y los beneficios de las provisiones pudieran ser incluidas en los bonos soberanos internacionales. La pregunta llega en el sentido de si hay méritos en incluir dichas provisiones en todas las otras formas de deuda soberana, incluyendo deuda domestica (local) y deuda bancaria sindicada internacional. Un análisis de estas preguntas nos lleva a temas que van más allá del alcance de este documento y es el relacionado con, por ejemplo, cualquier discusión del alcance de cobertura de Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana. (SDRM)<sup>77</sup>. Por esta razón, esta sección solo contiene una visión preliminar de estos temas y este documento no establece ninguna conclusión en este aspecto. Mas aún, mientras se formulen preguntas sobre si la inclusión de cláusulas de acción colectiva en un rango amplio de deuda facilitaría los proceso de reestructuración, los méritos de una inclusión amplia necesitan ser evaluadas sobre la base de otro criterio, por ejemplo, como se discutió en el documento precedente, si se ha concluido que la promoción de las cláusulas de acción colectivas es facilitada para tener estas cláusulas incluidas en una masa critica de deuda, ampliando la cobertura, podría facilitar su adopción, en instrumentos de deuda soberanos internacionales. Sin embargo, posterior a las conclusiones del presente documento, **“Diseño y Efectividad de las Cláusulas de Acción Colectiva”** se recogen los aspectos centrales de la propuesta del Fondo Monetario Internacional en relación con las Cláusulas de Acción Colectiva en los contratos de deuda soberana, con la finalidad de completar el alcance de la propuesta de este organismo. (Véase punto “3”

---

<sup>77</sup> Ibid 21

del documento más abajo reproducido “Propuestas para un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana”

**Provisiones existentes y estructuras.** Las provisiones y estructuras de muchos bonos soberanos internacionales existentes ya proveen un marco legal que ayuda a facilitar procesos ordenados de reestructuración. Los dos componentes más críticos de este marco son los siguientes:

**Provisiones de reestructuración por mayoría** que permite a una mayoría calificada de tenedores de bonos obligar a todos los tenedores de bonos dentro de una misma emisión a los términos financieros de una reestructuración, en ambos casos, tanto antes como después de un incumplimiento; y

**Provisiones obligatorias por mayoría** que permite (i) a una mayoría calificada de tenedores de bonos limitar la habilidad de una minoría de tenedores de bonos dentro de una misma emisión acelerar sus reclamos seguidos de un incumplimiento y (ii) una simple mayoría calificada de tenedores de bonos para revertir una aceleración que ya haya ocurrido. Y mas aún efectivo el tipo de provisión es la encontrada en los contratos de fideicomisos gobernados por la Ley de Inglaterra, donde adicionalmente, el derecho de iniciar procedimientos legales a favor de todos los tenedores de bonos es conferido al fideicomisario, quien solo requiere actuar si le es solicitado para hacerlo por un porcentaje de tenedores de bonos. Mas aún los términos del contrato de fideicomiso asegurarán que el procesos de cualquier litigio son distribuidos por el fideicomisario entre los tenedores de bonos.

**Estandarizando estas provisiones y estructuras.** Mientras hay una considerable variación entre los saldos de deuda en circulación de los bonos

soberanos internacionales en relación con la inclusión o exclusión de las provisiones arriba mencionadas, esta variación es en gran medida debido a la práctica más que las exigencias de la ley aplicable. En particular, estas provisiones podrían ser incorporadas dentro de todos los bonos soberanos internacionales gobernados por la Ley de Nueva York o de Inglaterra<sup>78</sup>. Sin embargo, basados preliminarmente en indicaciones de los inversionistas, quienes son frecuentemente comparadores de bonos gobernados por la Ley de Nueva York, los umbrales de votación que son típicamente encontrados en las provisiones de reestructuración por mayoría contenida en los bonos gobernados por la Ley de Inglaterra (típicamente el 75%) serían inaceptablemente bajos en bonos gobernados por la Ley de Nueva York. Por otra parte, la retransmisión del umbral de votación que requiere el 95% de apoyo (como ha sido propuesto por ciertos inversionistas) puede efectivamente derrotar el propósito de la provisión de reestructuración por mayoría.

**Desarrollando nuevas provisiones** Cualquier evaluación de estas cláusulas necesita tomar en consideración la medida por la cual ellas: (i) hacen una importante contribución a los procesos de reestructuración y (ii) sea probable ser aceptadas por el mercado. Dado que una serie de características de diseño de estas cláusulas siguen sin estar claras y el feedback del mercado sobre estas cláusulas ha sido más que limitado, es demasiado temprano señalar algunas conclusiones firmes. Con esta importante advertencia los análisis preliminares sugieren que la más prometedora de las nuevas provisiones discutidas en el presente documento, son las **cláusulas de representación** o “cláusulas de compromiso”. Esta cláusula puede autorizar al fideicomisario del sindicato de tenedores de bonos (o su delegado) para actuar como canal de comunicación entre el deudor y los tenedores de bonos

---

<sup>78</sup> Sobre la inclusión de dichas cláusulas en bonos soberanos internacionales gobernados por la Ley de Alemania o japonesa véase la sección referente a las diferencias en las leyes nacionales.

tan pronto como sea posible, durante la reestructuración. Mientras dicha provisión pueda jugar un papel útil – pero quizás no tan crítico – en los procesos de reestructuración la reacción preliminarmente del mercado a la fecha ha sido mixta. Con respecto a la cláusula de inicio, a pesar que hay todavía cierta incertidumbre de cómo dicha provisión puede ser diseñada, el mercado aun no ha respondido positivamente a esta propuesta. Finalmente, mientras esto pueda ser extremadamente útil para introducir **cláusulas que agreguen reclamos a través de los instrumentos**, el diseño e instrumentación de dicha cláusula podría ser difícil y, a la fecha, la reacción del mercado ha sido negativa.

## **2) Propuestas para un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana<sup>79</sup>**

“Los esfuerzos desplegados por el FMI para prevenir las crisis tienen por objeto reducir el número de crisis financieras que pudieran surgir; sin embargo, no es realista esperar que todos los países miembros estén en condiciones de evitar todas las crisis en todo momento. En los raros casos en que un país acumula una carga de endeudamiento insostenible, debe reestructurar sus obligaciones. Actualmente, el sistema financiero internacional no dispone de un marco jurídico sólido para la reestructuración ordenada y previsible de la deuda soberana, lo que incrementa aún más el costo de una cesación de pagos. El FMI está procurando crear un marco que facilite la reestructuración equitativa de la deuda y permita restablecer la viabilidad y el crecimiento, sin crear incentivos que aumenten involuntariamente el riesgo de incumplimiento. En septiembre de 2002, el Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) respaldó la labor que lleva a cabo el FMI y le solicitó que formulara una propuesta respecto a un

---

<sup>79</sup> Disponible en: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/sdrms.htm> reproducido textualmente.

mecanismo de reestructuración de la deuda soberana a ser considerada en las reuniones de abril de 2003”

¿Cuál es el problema?

En los últimos años, los países han recurrido cada vez más a la emisión de bonos, en lugar de los préstamos bancarios, para obtener capital. Ello ha contribuido a una mayor diversificación y eficiencia de los mercados internacionales de capital. Concretamente, la base de inversionistas disponible para proporcionar financiamiento a los prestatarios soberanos de mercados emergentes es más amplia, lo que ha contribuido a diversificar el riesgo. Sin embargo, este sistema plantea graves riesgos si un país debe hacer frente a un nivel insostenible de deuda. Los acreedores privados son cada vez más numerosos, anónimos y difíciles de coordinar. Además, la gran variedad de instrumentos de deuda y la gama de jurisdicciones en las que se emite deuda agravan el problema. Cuando debe procederse a la reestructuración, los acreedores, a diferencia de los bancos, tienen más incentivos para obtener las mejores condiciones posibles o emprender un proceso judicial para mejorarlas. Además, es más probable que no haya acuerdo con respecto al tratamiento relativo de las diferentes categorías de acreedores.

Los países que deben hacer frente a graves problemas de liquidez hacen todo lo posible por evitar la reestructuración de sus deudas frente a los acreedores internos y externos; saben que incluso una reestructuración ordenada de la deuda podría perjudicar a la economía y al sistema bancario. Asimismo, están conscientes de que una reestructuración desordenada podría obstaculizar su acceso a los mercados de capital durante años, dando lugar a una crisis. Como consecuencia, los países que han acumulado niveles insostenibles de endeudamiento esperan demasiado tiempo antes de

hacer frente a los mismos, lo que perjudica al país, a la población y a toda la comunidad internacional.

¿Cuál es la solución?

Deben establecerse incentivos más eficaces para que los deudores y acreedores acuerden con prontitud una reestructuración ordenada y previsible de las deudas de nivel insostenible. Las leyes nacionales de quiebra son un modelo eficaz en el ámbito de la insolvencia, pero la posibilidad de aplicar el modelo empresarial se ve limitada por las características singulares de los estados soberanos. Se ha avanzado considerablemente en la labor de identificación de las "prácticas óptimas" en los ámbitos más importantes. Si se adaptan correctamente, muchas de las características clave que se presentan a continuación podrían incorporarse en el diseño de un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana.

**Reestructuración por mayoría.** El mecanismo permite que el soberano y una mayoría especial de acreedores puedan llegar a un acuerdo que luego sería vinculante para todos los acreedores sujetos a la reestructuración.

**Disuadir litigios.** El mecanismo de reestructuración alentaría a los acreedores a no tratar de realzar su posición a través de litigios durante el proceso de reestructuración. La actual propuesta relativa al mecanismo no incluye una suspensión automática de la aplicación de los derechos de los acreedores; más bien, cualquier monto recuperado por un acreedor como resultado de un proceso de litigación se restaría de la acreencia residual derivada del acuerdo de reestructuración aprobado, mediante la aplicación de una cláusula de integración de activos a la masa común, similar a la regla de colación del derecho sucesorio (denominada en inglés la regla "hotchpots").

*Protección de los intereses del acreedor.* Todo mecanismo de reestructuración de la deuda soberana deberá incluir salvaguardias que ofrezcan una garantía adecuada a los acreedores de que se protegerán sus intereses durante el proceso de reestructuración.

*Financiamiento prioritario.* Con el fin de propiciar financiamiento nuevo, el mecanismo de reestructuración podría excluir de la reestructuración un monto específico de nuevo financiamiento si dicha exclusión es apoyada por una mayoría especial de los acreedores.

### **Medidas futuras**

En abril de 2002 el CMFI ratificó los argumentos planteados por el FMI sobre este problema e instó a la institución a estudiar la aplicación de un enfoque de dos frentes para resolverlo. Mediante el primer enfoque (un enfoque legal) se crearía un marco jurídico a través del cual una mayoría especial de acreedores de un país podría aprobar un acuerdo de reestructuración de carácter vinculante para todas las partes. Para que tuviera este carácter para todos los acreedores sería necesario adoptar un mecanismo sancionado mediante una norma legal universal. El segundo enfoque consistiría en incorporar cláusulas generales de reestructuración denominadas "cláusulas de acción colectiva" en los instrumentos de deuda. Las cláusulas de acción colectiva, que se utilizan en los contratos de bonos soberanos limitan la capacidad de los acreedores disidentes de bloquear la reestructuración de una emisión individual de bonos cuando dicha reestructuración cuenta con amplio respaldo.

Ambos enfoques han sido objeto de un debate intenso y constructivo durante 2002, tanto en el FMI como en otros foros. El CMFI, en su reunión de septiembre de 2002, pasó revista a los avances logrados en esta materia.

## **Conclusión: Propuestas para un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana**

La reforma del sistema de reestructuración de la deuda soberana es una tarea de enormes proporciones cuya preparación e implementación tomará muchos años. Estas reformas son sólo una parte de un programa más amplio del FMI orientado a mejorar la gestión de crisis, y tienen como propósito complementar las medidas de prevención y gestión de crisis adoptadas en vista de las perturbaciones de los mercados ocurridas a fines de los años noventa. Estas reformas incluyen la reestructuración de los actuales instrumentos de préstamo, el análisis del marco analítico utilizado para evaluar la sostenibilidad de la deuda, y la aclaración de la política del FMI relativa al acceso de sus países miembros a los préstamos de la institución. Las reformas se traducirán en una mejor asignación del capital mundial y conducirán a un sistema financiero internacional más sólido, estable y eficiente.

En qué medida, la deuda doméstica (local) debe incluir cláusulas de acción colectiva?. La experiencia demuestra que cuando el endeudamiento total de un soberano es insostenible, la inclusión de la deuda denominada en moneda local pudiera ser necesaria por varias razones. Primero, una reestructuración de dicha deuda podría ser un ingrediente importante para alcanzar una posición sostenible de balanza de pagos. Este es particularmente el caso para miembros que tienen abierta la cuenta capital (de la balanza de pagos). En estos casos, la deuda denominada en moneda local puede incrementar la presión de la balanza de pagos por la habilidad de los residentes y no residentes de convertir y transferir los procedimientos de repago. Segundo, por razones de patrimonio inter-acreedor los acreedores internacionales pueden estar imposibilitados de reestructurar sus propios reclamos si los acreedores domésticos están siendo pagados por completo. Finalmente, la reestructuración de la deuda doméstica (local) pueda ser necesaria para alcanzar la sostenibilidad fiscal.

### **3) Propuestas del Grupo de los diez, G-10<sup>80</sup>**

El reporte del 26 de Septiembre de 2002 grupo de trabajo del G-10, sobre temas contractuales, indica entre otras cosas, la existencia de un amplio acuerdo en la comunidad internacional que tener procedimientos efectivos para resolver crisis de deuda soberana expeditamente, es de interés para deudores y acreedores. La gran mayoría de la deuda externa soberana está gobernada por un grupo de jurisdicciones. Si se alcanza un acuerdo sobre un grupo adecuado de provisiones para la deuda soberana gobernada por las leyes de estas jurisdicciones se habría tomado un paso importante para la promover rápidas y más ordenados procedimientos de resolución de crisis. Fundamental para el esfuerzo es el deseo de crear una estructura que sea construida sobre las prácticas de mercados existentes, promover una estructura consistente a través de las jurisdicciones y beneficiar los intereses tanto de deudores como de acreedores. Los siguientes tres objetivos claves han sido identificados:

- a) Fomentar el diálogo temprano, la coordinación y comunicación entre acreedores y el soberano atrapado en un problema de deuda soberana
- b) Asegurar la que existen medios efectivos para los acreedores y deudores de re-contratar sin que una minoría de tenedores de deuda obstruya el proceso
- c) Asegurar que las acciones legales disruptivas de acreedores individuales no impida el trabajo que en marcha, mientras se protegen los intereses del grupo de acreedores

#### **Dialogo temprano, coordinación y comunicación**

Uno de los objetivos claves de la iniciativa es promover la comunicación entre el soberano y sus acreedores y activar el proceso de restructuración

---

<sup>80</sup> G-10 Informe del Grupo de Trabajo sobre temas contractuales “*Group of Ten. Report of the G-10 Working Group on Contractual Issues*”. 26 de Septiembre de 2002. reporte que se traduce casi textualmente en su totalidad y que forma parte del marco teórico de este trabajo especial de grado.

cuando un soberano enfrenta dificultades económicas agudas. Entre los aspectos que considera el G-10, se incluyen, si los términos del bono deben proveer para el nombramiento de un representante de tenedores de bono durante la vida del bono y, si la provisión debe ser hecha específicamente por la elección de un representante de los tenedores de bonos que pueda representar a los tenedores de bonos en conexión con cualquier reestructuración. El grupo de trabajo considera que debe haber un representante de los tenedores de bonos para actuar como interlocutor con el Soberano durante este período. En las jurisdicciones del *Common Law*, (ej: Estados Unidos e Inglaterra) este rol puede ser desempeñado dentro de una estructura de fideicomiso, en contraposición con la estructura del agente fiscal más común y frecuentemente usada. La estructura del agente fiscal es típicamente el agente del emisor, mientras que el fiduciario u otro tipo de representante, representa y tiene obligaciones hacia los tenedores de bonos. Las jurisdicciones de Alemania y Japón reconocen otras estructuras distintas a las del fideicomiso que puedan proveer similares beneficios.

El grupo de trabajo propone un umbral de 66 2/3% del monto del principal adeudado para nombrar cualquier persona que represente a todos los tenedores de bonos y facilitar en una negociación con el emisor u otros acreedores

Para facilitar la elección del representante, recomienda que las provisiones del bono provean las convocatorias a las reuniones, que pueden ser hechas a solicitud del emisor, del representante de los tenedores de bonos, o de una minoría calificada de tenedores de bonos (ej: 10%).

Igualmente recomienda, la inclusión de compromisos "*covenants*" relativo a la provisión de cierto tipo de información de parte del soberano a sus tenedores de bonos durante la vida del bono. Estos compromisos pueden

promover la difusión pública de información financiera clave de manera oportuna.

**La acción colectiva para ayudar a garantizar el acuerdo.**

El grupo de trabajo recomienda una **cláusula de enmienda por mayoría, que permita enmendar los términos de pago con la aprobación de una súper mayoría.** Esta cláusula es considerada por el grupo como la más crítica del paquete de provisiones de esta propuesta

Un umbral de 75% del principal adeudado, de ser escogido por las partes, es un punto de vista para la promoción de los intereses de deudores y acreedores. Dada esta estructura, ir a un nivel mayor podría poner en peligro la habilidad de alcanzar los trabajos e incrementar el riesgo que una minoría organizada, como lo puede ser un fondo buitres, pueda suspender un proceso apoyado por la mayoría.

El grupo no propone cambios en las prácticas legales de las jurisdicciones donde este umbral es usado. Sin embargo, en las jurisdicciones donde no lo es, propone un umbral de 75% combinado con o sin una estructura subyacente de quórum.

**Privación de Derechos o “disenfranchisement” de los bonos mantenidos en propiedad o controlados, directa o indirectamente, por el soberano emisor** y sus instrumentos del sector público (negociada sobre la base de caso por caso) va mas allá de la tradicional provisión de privación de derechos, en tratar de remitir al acreedor las preocupaciones acerca de la manipulación de los votos por un soberano.

Adicionalmente, la consideración podría dar lugar al establecimiento de un proceso para el registro de votos dentro de las provisiones del bono donde el voto sea medido por el monto del principal adeudado. El grupo, no toma

posición sobre la viabilidad o no de este añadido, por cuanto a la fecha de su reporte no había terminado de investigar al respecto.

El grupo propone la inclusión de una provisión en la que una súper mayoría de tenedores de bonos acepte el canje de bonos por nuevos instrumentos de deuda, como una alternativa a la enmienda a los bonos existentes.

Para todos los otros aspectos no contemplados en la provisión de enmienda por mayoría relativa a términos de pago, el grupo sugiere una mayoría o súper mayoría de un umbral hasta  $66^{2/3}$  el cual puede ser medido por el monto agregado del principal adeudado o basado en la estructura de quórum.

La provisión de agregación, a través de un rango de diferentes tipos de acreedores para propósitos de votación dentro de la cláusula de enmienda por mayoría, aun cuando deseable, no es factible dentro de un mecanismo basado contractualmente. Sin embargo, parece legalmente y contractualmente posible, tener instrumentos de deuda emitidos de conformidad con un único contrato maestro, como lo puede ser un programa de notas de mediano plazo, que prevea una votación mezclada dentro de determinadas circunstancias. Este enfoque tiene un gran potencial de negocio, especialmente, en el contexto de bonos emitidos en una misma jurisdicción y merece una futura exploración. El grupo no ha centrado su atención hacia los tecnicismos de este enfoque en algún aspecto.

### **Acción Legal Disruptiva, “*Disruptive Legal Action*”**

El grupo de trabajo discutió la propuesta para que se haga una provisión de una estancia de acción legal, con la finalidad de proveer al soberano de un espacio oxigenante de litigios disruptivos durante el periodo en el cual ella este organizando sus asuntos después de incumplimiento y en anticipación a una restructuración. El grupo de trabajo entiende que la acción

legal disruptiva contra el soberano, normalmente no ha constituido una barrera para las reestructuraciones, aun cuando algunos son de la opinión que lo pudieran ser en el futuro. Adicionalmente, la aceptabilidad del mercado respecto a una estancia contractual será difícil de alcanzar. El grupo de trabajo noto seguidamente, que la cláusula de enmienda por mayoría para términos de pago, también haría posible que una mayoría de acreedores voten para efectuar una estancia de acción legal que pudiera ser vinculante a una minoría.

En contraposición el grupo de trabajo recomienda el uso de dos tipos de provisiones: Una provisión obligatoria por mayoría, que se construya a partir de las prácticas existentes de mercado y unas provisiones que efectivamente concentren el poder para iniciar para iniciar litigios en una única entidad.

Una provisión, por lo tanto, que requiera un representante de tenedores de bonos que ejerza su poder para acelerar la deuda con los votos del el 25% de los tenedores de bonos y una cláusula que requiera de una mayoría o súper mayoría con un máximo de 66 2/3 de votos para rescindir la aceleración sería deseable. Ambas provisiones son consistentes con las prácticas regulares de mercado de Inglaterra y Estados Unidos.

### **Aspectos jurisdiccionales**

Las provisiones arriba indicadas pueden ser incorporadas, de manera inmediata, a los bonos gobernados por las leyes de Inglaterra, Francia y Nueva York. Los bonos emitidos en estas jurisdicciones han representado históricamente una mayoría significativa del monto agregado del principal de los bonos soberanos internacionales. En el caso de los bonos gobernados por la ley de Japón, estas provisiones pueden ser incorporadas con algunas modificaciones. En el caso de Alemania, el grupo de trabajo entiende que los participantes de mercado están dispuestos a instrumentar una estructura que

refleje las provisiones arriba indicadas bajo determinadas condiciones. El grupo de trabajo recomienda que posteriores análisis sean tomados en relación con la instrumentación de estas provisiones en jurisdicciones no cubiertas en este reporte<sup>81</sup>.

#### **4) Propuesta del Grupo de los seis, G-6, (*Gang of Six*)<sup>82</sup>:**

Este grupo está conformado por el Emerging Markets Creditors Association, EMCA; El Emerging Market Traders Association, EMTA; el Institut of International Finance, IIF, El International Primary Markets Association, IPMA, el Security Industry Association, SIA; y The Bond Market Association TBMA.

Este grupo publicó en 2002 una serie de recomendaciones o principios generales para la gerencia de crisis en mercados emergentes, incluyendo un mejor uso de las cláusulas de acción colectiva en contratos de deuda soberana y que se reproducen a continuación:

Establecer como mínimo unos “Compromisos” o “Covenants” que deban ser incluidos en los contratos de deuda de bonos relativo a la provisión, por parte del soberano, de una profusa o mejorada información financiera (*Enhanced Financial Information*). Este principio está fundamentado en la calidad de la data provista por el soberano tanto en los períodos de acceso regular al mercado como durante en períodos de crisis. Este grupo, aboga por la importancia de la transparencia. Igualmente, propone que sería recomendable establecer otros Compromisos o “Covenants” más rigurosos como los son el “*negative pledge*”, y provisiones de limitación de endeudamiento, “*Debt Limitation Provision*” y un incremento en el porcentaje necesario para enmendar estas y otras provisiones.

---

<sup>81</sup> Ibid. 79

<sup>82</sup> Amita Batra. Indian Sovereign Debt Restructuring. Papel de Política Ocasional. Council for Research on International Economic Relations. Octubre 2002. [www.icrier.org](http://www.icrier.org)

Una consulta temprana entre el deudor y los principales acreedores, puede ayudar a los hacedores de política a identificar la profundidad de la crisis y restablecer la confianza. La creación de un grupo de asesores del sector privado, puede proveer un foro de utilidad para las consultas tempranas y la acción colectiva. El dialogo continuo entre el soberano y los inversores puede facilitar la creación de un grupo ad-hoc de acreedores que se comprometa en las negociaciones cuando los procesos de reestructuración de deuda devengan necesarios.

Un adecuado marco de cláusulas de súper mayoría debe ser incluida con la finalidad de limitar potenciales procesos de disrupción. En los instrumentos de deuda que involucran diferentes acreedores, coinciden en que una exigencia suficiente de súper mayoría sea adoptada para enmendar provisiones medulares, tales como el cronograma de pagos de capital e intereses (fechas o montos), el tipo de moneda de pago, la ley aplicable, la renuncia a la inmunidad soberana, y las provisiones de subordinación de jurisdicción. Sin embargo, la exigencia de una super mayoría de tenedores de todos los tenedores de bonos e instrumentos de la deuda en circulación, en vez de una exigencia por instrumento de deuda (instrumento por instrumento).

Un mejor uso efectivo de los contratos de fideicomiso puede también ayudar a facilitar procesos de obtención de decisiones en muchos casos. El G-6 coincide en una suspensión voluntaria y temporal condicionada respecto al desempeño económico del deudor. Este enfoque voluntario ayudaría al restablecimiento de la confianza de los acreedores y facilitaría la renovación del acceso al mercado. Adicionalmente, los contratos con cláusulas normales de aceleración y desaceleración de deuda pueden servir para evitar litigios disruptivos mientras procesos de reestructuración de deuda se lleven a cabo.

En resumen, el G-6 propone un enfoque caso por caso, en vez de una regla estricta. Una discrecionalidad constreñida por principios, consideraciones, herramientas, criterios y lineamientos. Se mantienen abiertos al debate acerca del financiamiento del FMI cuando el acceso sea alto o bajo. Finalmente, profesan las soluciones cooperativas antes que las coercitivas, en la medida de lo posible.

Robert Gray, presidente del International Primary Market Association, resume la iniciativa del G-6 en el documento *Collective Action Clauses: The Way Forward*, (Febrero 2004) el desacuerdo con el FMI respecto a si las reestructuraciones de deuda, en el pasado, han sido fallidas debido a la acción colectiva. Agrega, igualmente, que el sector privado se mantiene convencido que el FMI exagera la dificultad de alcanzar la acción colectiva efectiva. Existe un acuerdo entre el FMI y el sector privado en las Cláusulas de Acción Colectiva, deben ser vistas dentro de un contexto más amplio de un sistema financiero más estable. “El caso de las cláusulas de acción colectiva se robustece si ellos son vistos como uno de muchos cambios interdependientes dentro del sistema financiero internacional, el cual, en conjunto, promete hacer del mundo una plaza financiera segura, pero sin ninguna de las cuales, es viable en ausencia de otros”<sup>83</sup>

Gray indica que el International Primary Market Association, junto con el resto de los miembros del G-6 asumió el liderazgo de desarrollo de mercadeo de un paquete de Cláusulas de Acción Colectiva que sean adecuadas para ser incluidas en los bonos gobernados bajo la Ley de Nueva York y Ley de Inglaterra. El G-6 proporcionó un lenguaje específico en relación a Acción por Mayoría, Compromiso, Inicio y Transparencia. La idea principal del G-6 la resume Rieffel (2003) en el marco de un papel de discusión de este grupo, publicado el 17 de diciembre de 2002.

---

<sup>83</sup> IMF Working Paper WP/03/196 (October 2003)

“ ‘La meta es desarrollar e instrumentar un enfoque mercadeable de cláusulas de acción colectiva que puedan operar en un contexto de un código de conducta internacional, para la prevención de crisis y resoluciones que deban ser aplicadas sobre la base de ‘caso por caso’. Las cláusulas de los nuevos bonos que podrían facilitar efectivas reestructuraciones inevitables mientras protegen los derechos esenciales de los acreedores hacen parte de este enfoque. El modelo de cláusulas podría proveer:

- 1. Acción por Mayoría:** Para permitir enmiendas y renunciaciones a términos claves del bono por una super mayoría (al menos 85 por ciento) de bonos en circulación (y no siendo opuesta por más de 10 por ciento). Términos claves podrían incluir, fechas valor para el pago de montos de capital e intereses para cualquier fecha, la moneda usada y otros sustantivos compromisos o “covenants” apropiados. Enmiendas y renunciaciones pueden ser aprobadas por resolución escrita así como en reuniones de tenedores de bonos. Bonos mantenidos o controlados, directa o indirectamente, por el emisor deberían ser excluidos de la votación.
- 2. Compromiso** para proveer a la cita de los tenedores de bonos de un comité para representar los intereses de los tenedores de bonos después que haya ocurrido un incumplimiento o que el emisor haya iniciado discusiones de reestructuración. El comité podrá adoptar dichas reglas internas como las vea ajustadas y comprometer a asesores legales y financieros, sujetos a reembolso por el emisor.
- 3. Iniciación:** Exigir el voto de al menos 25 por ciento de la deuda vigente de los bonos para acelerar el principal, seguido de un evento de incumplimiento y proveer de una votación de super mayoría (al menos 75 por ciento de la deuda vigente de los bonos) para rescindir la aceleración.
- 4. Transparencia:** Exigir emisor el pleno cumplimiento con la Difusión

Normal de Datos Especiales del FMI para proveer recurrentemente pronósticos de inflación y componentes claves de presupuesto y explicar el tratamiento propuesto para otros acreedores como los domésticos y acreedores del Club de Paris. Esta información podría ser publicada en los sitios web de relevancia de las asociaciones de la industria.’ ”

Una iniciativa paralela fue tomada por el sector oficial con la formación de un grupo de trabajo del G-10 para esbozar su propio conjunto de modelo de cláusulas que comprueba estar ampliamente en línea con las propuestas por el G-6.

## **CAPITULO III**

### **MARCO METODOLÓGICO**

El marco metodológico se define como la descripción detallada de la forma en que se lograrán el objetivo general y los objetivos específicos de la investigación a realizar. Igualmente, Arias (2006) define el marco metodológico como aquel donde:

Se determinan las unidades de análisis y se combina la parte teórica y operacional de la investigación propiamente dicha. A partir de esta acción se crea una estructura sistémica que permite el análisis de los hechos, así como también en la interpretación de los resultados en función de la problemática planteada. (p.34)

Asimismo, el marco metodológico para la presente investigación esta estructurado por el tipo de investigación, el diseño de la investigación y por las técnicas instrumentos de recolección de datos.

### **Diseño y Tipo de la Investigación**

#### **Diseño de la Investigación**

La Investigación Documental consiste en analizar y evaluar, de manera crítica y reflexiva, la información escrita y los discursos encontrados en textos, revistas, periódicos, material en línea, entre otros, acerca de un tema determinado. Mediante el desarrollo de este proceso, el investigador busca establecer relaciones, diferencias y posturas de la situación actual del conocimiento en el área de estudio.

La UPEL (2008) señala:

Que se refiere al estudio de problemas con el propósito de ampliar y profundizar el conocimiento de su naturaleza, con apoyo, principalmente, en trabajos previos, información y datos divulgados

por medios impresos, audiovisuales o electrónicos. La originalidad del estudio se refleja en el enfoque, criterios, conceptualizaciones, reflexiones, conclusiones, recomendaciones y, en general, en el pensamiento del autor. (p. 20).

Por lo tanto, en este estudio se adoptó el tipo de investigación documental ya que esta permite tomar la información contenida en diferentes documentos. Además, permitirá la presentación de nuevas teorías, conceptualizaciones o modelos interpretativos originales del autor del presente estudio, a partir de análisis crítico de información empírica y teorías existentes.

De tal manera que Cázares y otros (2006), definen la investigación documental como aquella que:

Depende fundamentalmente de la información que se recoge o consulta en documentos, entendiéndose este término, en sentido amplio, como todo material de índole permanente, es decir, al que se puede acudir como fuente o referencia en cualquier momento o lugar, sin que se altere su naturaleza o sentido, para que aporte información o rinda cuentas de una realidad o acontecimiento (p.90).

De acuerdo con lo anterior se puede inferir que este tipo de investigación, requiere de una estrategia de reflexión sistemática sobre realidades (teóricas o no), usando para ellos diferentes tipos de documentos, razón por el cual el investigador debe indagar, analizar e interpretar datos, sobre un tema determinado de cualquier ciencia.

### **Tipo de la Investigación**

La escogencia del tipo de investigación determinará los pasos a seguir del estudio, sus técnicas y métodos que puedan emplear en el mismo. Balestrini (2006) señala que el tipo de investigación “determina todo el enfoque de la investigación influyendo en instrumentos, y hasta la manera de cómo se analiza los datos recaudados” (p.90).

En este sentido, Arias (2006) define la investigación descriptiva como aquella que consiste en la “caracterización de un hecho, fenómeno o grupo con el fin de establecer su estructura o comportamiento”.

Se emplea en este trabajo un tipo de investigación descriptiva, porque permite lograr la descripción o caracterización del evento de estudio dentro de un concepto particular. Además, busca especificar las propiedades de personas, grupos, comunidades, objetos o cualquier otro aspecto o dimensiones del evento investigado.

## **Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos**

### **Técnicas**

Las técnicas son todas aquellas formas utilizadas para conseguir los datos para la investigación. Arias (2006) define las técnicas como las “distintas maneras de obtener la información”. Las técnicas de recolección de datos que fueron utilizadas en la presente investigación son la observación documental, la presentación resumida de un texto y el resumen analítico.

La observación documental: Según Bavaresco (2005) la Observación documental consiste en “a revisión de fuentes documentales, de donde se pueda extraer las ideas principales y secundaria que ayudaran a la consecución de la información necesaria para la investigación”

Se utiliza esta técnica ya que la misma va a permitir la revisión exhaustiva de la documentación necesaria para el desarrollo del presente estudio. La presentación resumida de texto: Zubizarreta (2006) señala que la presentación resumida de un texto es:

Dar testimonio fiel de las ideas contenidas en un texto. Esta presentación debe seguir esencialmente la estructura del texto, de manera que la persona que lo lea obtenga un conocimiento preciso y completo de sus ideas básicas, partiendo del resumen efectuado. Este modelo de trabajo se basa en la capacidad de síntesis del autor (p.56)

Esta técnica va a permitir al autor del estudio hacer un primer borrador cotejando la exactitud en la transcripción de las ideas que haya formulado, utilizando como guía la lista de puntos básicos para asegurar el tratamiento de todos ellos en la presentación resumida. Suprimir toda sobre interpretación y corregir cualquier omisión. El resumen analítico es según Balestrini (2006) la:

Elaboración de un análisis resumido de un texto determinado. Es una síntesis de los conceptos, planteamientos, propuestas o ideas, siguiendo la organización estructural del texto original, destacando sus elementos esenciales. Es decir, no se puede obviar ni la forma estructural del texto, ni la coherencia interna, además de mantener, la idea central o principal motivo del contenido (p.67)

La utilización de esta técnica coadyuvará a la interpretación adecuada de la información recolectada, dándole la oportunidad de escoger los datos más relevantes para el estudio. Además, con esta técnica se busca descubrir la relación entre las ideas principales y las secundarias o derivadas que sustentan el texto.

### **Instrumentos**

Entre los instrumentos y herramientas que se utilizan en la presente investigación para obtener los datos desde una dimensión estrictamente técnica, común a todas las ciencias, como lo son: el subrayado, fichas bibliográficas, y notas de ampliación de texto. En este caso el subrayado según Pardinas (2007) consiste en:

Poner una raya debajo de las ideas más importantes de un texto con el fin de destacarlas del resto, favoreciendo así su atención preferente por parte del lector, su mejor fijación en la memoria del mismo y un ahorro del tiempo invertido en repasar (p.87)

Este instrumento se utiliza básicamente porque permite acentuar la idea principal del texto a fin de realizar una mejor interpretación del tema y así tomar la información necesaria para la investigación. Para ubicar la idea principal se procede a realizar lecturas de todas las bibliografías consultadas de interés para la investigación

**La ficha Bibliográfica:** Para Sabino (2005) las fichas bibliográficas son:

Tarjetas de forma rectangular de diversos tamaños que se utilizan para registrar los datos extraídos de las fuentes bibliográficas, como libros, revistas y periódicos; y no bibliográficas que son objeto de estudio por la persona que las elabora. Contiene datos de identificación de las obras, conceptos, ideas, resúmenes, síntesis, utilizados como medios para realizar un trabajo de investigación (p.45)

La utilización de las fichas bibliográficas en esta investigación ayuda a poseer un registro exacto de todas las fuentes consultadas, así como los resúmenes necesarios cuando la información es muy extensa, realizando una síntesis que permita la comprensión de los textos adecuadamente.

**Notas de ampliación de texto:** según Pardinás (2007) es aquella que “muestran aspectos secundarios del texto que poseen cierto interés para un determinado tipo de lectores y para la investigación que se realiza” (p.48). Se utiliza las notas de ampliación de texto porque permite darle un enfoque más amplio a las ideas principales que se tomaran con anterioridad, lo que va a permitir una visión exacta de la investigación.

Importante señalar que las fuentes documentales a ser utilizadas para el presente estudio son entre otras: documentos escritos, como libros, periódicos, revistas, tratados, encuestas y conferencias escritas; documentos fílmicos, como películas, diapositivas, fílmicas; documentos grabados, como

discos, cintas, incluso documentos electrónicos como páginas Web, donde se pueda encontrar información relevantes para el estudio.

Hay que destacar que todos estos instrumentos serán utilizados dentro de la investigación como herramientas para identificar los datos necesarios para el estudio, y los mismos serán obtenidos a través de lecturas seleccionadas de fuentes bibliográficas y anotadas en fichas diseñadas para tal fin, con lo cual se obtendrá un registro de toda la información que requiere la investigación.

### **Procedimiento de la Investigación**

Consiste en describir las etapas que se utilizaron para desarrollar la investigación, además, relatan los pasos dados para la consecución y desarrollo de los objetivos y de la investigación como tal. De tal manera que para la presente investigación se utilizaron las siguientes fases:

**Fase I: La planificación:** en este punto se planificaron las actividades a ser ejecutadas para establecer el marco conceptual que permitió obtener una visión teórica del problema en estudio, y esta consistió en detectar, obtener y consultar la bibliografía existente. La información fue detectada en fuentes primarias como libros, artículos de publicaciones periódicas, documentos oficiales. Ya identificadas las fuentes primarias permanentes, se hizo necesario localizarlas físicamente a través de los Centros de Investigación, Documentación y Bibliotecas. Posteriormente se realizó la consulta de la literatura, para ello en primera instancia se seleccionaron las que eran de utilidad para la investigación tomando como base la pertinencia con el problema investigado y la actualización del mismo, estas fueron revisadas cuidadosamente y se extrajo la información necesaria para integrarla y desarrollar el marco teórico.

**Fase II: Análisis e interpretación de los resultados:** Estando cubierta la dos primeras fases, corresponde en este momento, procesar o descodificar toda esa información, para ello se utilizó el método deductivo que es un proceso de razonamiento que va de lo universal o general a lo particular. Este método se consideró el más idóneo en virtud de que en primera instancia se tiene una visión general del tópico de estudio en diferentes ámbitos y después se va focalizando hasta llegar a donde en realidad radica el problema de investigación.

**CAPITULO IV**  
**ANALISIS DE LOS RESULTADOS**

El siguiente cuadro sinóptico recoge las diferentes propuestas en relación a las cláusulas de acción colectiva que se desarrollaron en el capítulo anterior y que formaron parte del marco teórico del presente trabajo de investigación.

**Cuadro 3**

<b>PROVISIONES</b>	<b>BONOS GOBERNADOS BAJO LA LEY DE INGLATERRA</b>	<b>BONOS GOBERNADOS BAJO LA LEY DE NUEVA YORK</b>	<b>RECOMENDACIONES DEL G-10</b>	<b>RECOMENDACIONES DEL G-6</b>
Enmienda a los términos claves o "Key terms" incluyendo las condiciones de pago "Payment terms"	<b>Umbral de votación:</b> 75% sobre la base de los votos obtenidos en la debida convocatoria de reunión: Quórum de 75% para la 1era reunión. 25% para la reunión	<b>Umbral de votación:</b> Unanimidad	<b>Umbral de votación:</b> 75% sobre la base del saldo del principal vigente o de la convocatoria de la debida reunión	<b>Umbral de votación:</b> Sobre la base del saldo del principal vigente 85% para términos claves, salvo que más del 10% presente objeciones. Consenso por unanimidad para consentir: Ley aplicable, subordinación jurisdiccional, renuncia a inmunidad y procesos de servicios. 75% para otros términos.
Privación de Derechos o "Disenfranchisement"	<b>Exclusión de bonos:</b> Bonos mantenidos por el emisor o en su favor	<b>Exclusión de bonos:</b> Bonos poseídos por el emisor directa o indirectamente	<b>Exclusión de bonos:</b> Bonos poseídos o controlados por el emisor directa o indirectamente o cualquiera de sus entes del sector publico	<b>Exclusión de bonos:</b> Bonos poseídos o controlados por el emisor directa o indirectamente o a favor del emisor o cualquiera de sus instituciones y entes del sector publico
Cláusulas Obligatorias por Mayoría: Ocurrencia de Incumpliendo y Aceleración o "Event of Default and Acceleration"	<b>Aceleración:</b> A discreción del Fideicomisario, pero le es exigido la solicitud, normalmente del 25% para acelerar.  <b>Desaceleración:</b> Ninguna, pero se alcanza a través de las cláusulas de reestructuración por mayoría	<b>Aceleración:</b> Normalmente el 25%  <b>Desaceleración:</b> Normalmente el mas del 50% y en algunos casos 75%	<b>Aceleración:</b> Fideicomisario tiene la discreción, pero le es exigida la solicitud, normalmente del 25% para acelerar.  <b>Desaceleración:</b> 50% o 662/3 %	<b>Aceleración:</b> 25%  <b>Desaceleración:</b> 75 %

Inicio de Procesos o "Inicial Proceedings"	<p>a) <b>Estructura del agente fiscal:</b> Cualquier tenedor de bono</p> <p>b) <b>Estructura del Fideicomiso:</b> Fideicomisario tiene la discreción pero puede ser instruido por el 25% para iniciar demandas Distribución pro-rata del producto de la recuperación bajo la estructura del fideicomiso</p>	Cualquier tenedor de bono	<p>a) Por recomendación del contrato de fideicomiso o la estructura legal similar b) 75% para instruir al fideicomisario de acordar las demandas</p>	Cualquier tenedor de bono para los gobernados por la Ley de Nueva York y opcional para los contratos de fideicomiso para los bonos gobernados por la Ley de Inglaterra
Compromiso o "Engagement"	Ninguna	Ninguna	<p>a) Un representante de los tenedores de bonos será nombrado durante la vida del bono b) 662/3% para nombrar cualquier persona que represente a todos los tenedores de bonos en una negociación con el emisor u otros acreedores</p>	<p>a) Sujeto a la aprobación de mas del 50% del comité de tenedores de bonos se formará solo después de la ocurrencia del incumplimiento o del anuncio del emisor de su intención de reestructurar b) Una mayoría que nombrará cualquier representante del comité de acreedores salvo la objeción de mas del 25%. c) El emisor pagará cualquier comisión y gastos al comité y sus asesores legales y financieros</p>
"Provisión de Información o Information Provisión"	Ninguna	Ninguna	Un acuerdo o "covenant" exigiendo al emisor de proveer cierta información especificada sobre la vida del bono y seguido de una ocurrencia de incumplimiento	<p>a) Exigiendo al emisor suscribirse a la Difusión Normal de Datos Especiales (en inglés Special Data Dissemination Standard) publicar pronósticos de 12 meses y proveer otra información durante la vida del bono. b) Exigiendo al emisor proveer información razonablemente solicitada por el 5% de los tenedores de bonos</p>

Fuente: IMF. "Collective Action Clauses: Recent Development and Issues" Marzo 2003

A partir de estas propuestas resumidas en el cuadro anterior se tomaron trece contratos correspondientes a Bonos y Notas Globales de la República Bolivariana de Venezuela (La República) comprendidos entre el período 1997 – 2009 los cuales le fueron analizados sus provisiones respecto a enmiendas o modificaciones respecto a sus aspectos claves (términos de

pago -principal e intereses- reducción de saldo deudor, redención temprana, entre otros) y de provisiones relacionadas identificando en primer lugar la presencia o no de provisiones de acción colectiva en dichos contratos identificando igualmente, sus respectivas fuentes de derecho.

**Cuadro N° 4**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2010	Redimido	1,500 Millones	5,3/8%	07 de Agosto de 2003	07 de Agosto de 2010
2	Notas Globales Venezuela 2011	Redimido	1,000 Millones	Libor + 1%	22 de Abril de 2004	20 de Abril de 2011
3	Notas Globales Venezuela 2013	Vigente	1,558 Millones	10,750%	19 de Marzo de 2004	19 de Septiembre de 2013
4	Bonos Globales Venezuela 2014	Vigente	1,500 Millones	8,500%	8 de Octubre de 2004	8 de Octubre de 2014
5	Bonos Globales Venezuela 2016	Vigente	1,500 Millones	5,750%	9 de Diciembre de 2005	26 de Febrero de 2016
6	Bonos Globales Venezuela 2020	Vigente	1,500 Millones	6,000%	9 de Diciembre de 2005	9 de Diciembre de 2020
7	Bonos Globales Venezuela 2018	Vigente	500 Millones	13,5/8 %	06 de Agosto de 1998	15 de Agosto de 2018
8	Notas Globales Venezuela 2018	Vigente	1,000 Millones	7,000%	1 de Diciembre de 2003	1 de Diciembre de 2018
9	Bonos Globales Venezuela 2023	Vigente	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
10	Bonos Globales Venezuela 2028	Vigente	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028
11	Bonos Globales Venezuela 2027	Vigente	4,000 Millones	9,250%	18 de Septiembre de 1997	15 de Septiembre de 2027
12	Bonos Globales Venezuela 2034	Vigente	500 Millones	9,375%	13 de Julio de 2004	13 de Enero de 2034
13	Bonos Globales Venezuela 2038	Vigente	825 Millones	7,000%	15 de Noviembre de 2007	31 de Marzo de 2038

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

Todos los contratos arriba descritos que fueron analizados, tienen como régimen de ley aplicable el Estado de Nueva York.

### Mayoría calificada

- El 100% de los contratos (13 de 13) solicita una votación de aquellos tenedores o sus apoderados no menor al 66 2/3% del saldo deudor de todos los bonos para enmendar términos de los bonos distintos a los términos claves. La fuente de derecho es la propuesta del G-10.

### Enmiendas de términos claves: Unanimidad y cláusulas de acción colectiva

- El 23% de contratos analizados (3 de 13) no contenían cláusulas de acción colectiva. Contenían cláusulas de acción por unanimidad. Se

identifica como fuente de derecho, las prácticas legales de los bonos gobernados por la Ley de Nueva York.

**Cuadro N° 5**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2010	Redimido	1,500 Millones	5,3/8%	07 de Agosto de 2003	07 de Agosto de 2010
2	Bonos Globales Venezuela 2018	Vigente	500 Millones	13,5/8 %	06 de Agosto de 1998	15 de Agosto de 2018
3	Bonos Globales Venezuela 2027	Vigente	4,000 Millones	9,250%	18 de Septiembre de 1997	15 de Septiembre de 2027

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

- El 77% de los contratos analizados (10 de 13) contenían cláusulas de acción colectiva y variadas fuentes de derecho respecto a estas provisiones: Recomendaciones del G-10, del G-6 o *Gang of Six*, y de las prácticas legales para bonos regidos bajo la Ley de Inglaterra

**Cuadro N° 6**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2018	Vigente	1,000 Millones	7,000%	1 de Diciembre de 2003	1 de Diciembre de 2018
2	Notas Globales Venezuela 2013	Vigente	1,558 Millones	10,750%	19 de Marzo de 2004	19 de Septiembre de 2013
3	Notas Globales Venezuela 2011	Redimido	1,000 Millones	Libor + 1%	22 de Abril de 2004	20 de Abril de 2011
4	Bonos Globales Venezuela 2034	Vigente	500 Millones	9,375%	13 de Julio de 2004	13 de Enero de 2034
5	Bonos Globales Venezuela 2014	Vigente	1,500 Millones	8,500%	8 de Octubre de 2004	8 de Octubre de 2014
6	Bonos Globales Venezuela 2016	Vigente	1,500 Millones	5,750%	9 de Diciembre de 2005	26 de Febrero de 2016
7	Bonos Globales Venezuela 2020	Vigente	1,500 Millones	6,000%	9 de Diciembre de 2005	9 de Diciembre de 2020
8	Bonos Globales Venezuela 2038	Vigente	825 Millones	7,000%	15 de Noviembre de 2007	31 de Marzo de 2038
9	Bonos Globales Venezuela 2023	Vigente	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
10	Bonos Globales Venezuela 2028	Vigente	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

Sobre este universo de contratos con cláusulas de acción colectiva los resultados fueron los siguientes:

### Quórum de reuniones y Súper mayoría:

En relación con la provisión relativa a las cláusulas por mayoría para términos claves estas se encuentran en el título de los contratos “Reuniones y Enmiendas” o “*Meetings and Amendments*”:

### Súper mayoría

- 60% de los contratos analizados (6 de 10) contenían un umbral de aprobación del 75% del capital adeudado para enmendar aspectos claves del contrato. Las fuentes de derecho respecto a este umbral de votación se corresponden principalmente con las prácticas legales para bonos regidos bajo la Ley de Inglaterra y las recomendaciones del G-10.

**Cuadro N° 7**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Bonos Globales Venezuela 2014	Vigente	1,500 Millones	8,500%	8 de Octubre de 2004	8 de Octubre de 2014
2	Bonos Globales Venezuela 2016	Vigente	1,500 Millones	5,750%	9 de Diciembre de 2005	26 de Febrero de 2016
3	Bonos Globales Venezuela 2020	Vigente	1,500 Millones	6,000%	9 de Diciembre de 2005	9 de Diciembre de 2020
4	Bonos Globales Venezuela 2023	Vigente	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
5	Bonos Globales Venezuela 2028	Vigente	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028
6	Bonos Globales Venezuela 2038	Vigente	825 Millones	7,000%	15 de Noviembre de 2007	31 de Marzo de 2038

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

- 40% de los contratos analizados (4 de 10) contenían un umbral de aprobación del 85% del capital adeudado para enmendar aspectos claves del contrato. Las fuentes de derecho respecto a este umbral de votación se corresponden principalmente con las recomendaciones del G-6 solo en cuanto al umbral de votación. No conteniendo porcentaje de objeción.

**Cuadro N° 8**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2011	Redimido	1,000 Millones	Libor + 1%	22 de Abril de 2004	20 de Abril de 2011
2	Notas Globales Venezuela 2013	Vigente	1,558 Millones	10.750%	19 de Marzo de 2004	19 de Septiembre de 2013
3	Notas Globales Venezuela 2018	Vigente	1,000 Millones	7.000%	1 de Diciembre de 2003	1 de Diciembre de 2018
4	Bonos Globales Venezuela 2034	Vigente	500 Millones	9.375%	13 de Julio de 2004	13 de Enero de 2034

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

Nota:

Es importante mencionar que el 100% de los contratos con cláusulas obligatorias por mayoría para términos claves (75% u 85%) comprenden, entre otras, la subordinación jurisdiccional, la renuncia de inmunidades soberanas (incluyendo las de Inglaterra y Estados Unidos) además del cambio de régimen de ley aplicable de los bonos. Las recomendaciones de G-6 constituyen fuente de derecho con variantes sólo en relación al cambio de régimen de ley aplicable<sup>84</sup>.

#### Quórum necesario para enmendar términos claves:

- Solo el 20% de los contratos analizados (2 de 10) contienen las prácticas legales para bonos regidos bajo la Ley de Inglaterra como fuente de derecho, en el sentido de exigir un quórum para la primera convocatoria de tenedores o sus apoderados aquellos que representen al menos el 75% del principal deudor de todos los bonos. El 80% restante no contiene esta exigencia.

#### Cuadro N° 9

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Bonos Globales Venezuela 2023	Vigente	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
2	Bonos Globales Venezuela 2028	Vigente	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

#### Quórum para la primera convocatoria de reunión de tenedores de bonos

En relación al quórum necesario para la primera convocatoria de tenedores de bonos se identificaron dos fuentes de derecho:

<sup>84</sup> El G-6 recomienda consenso unánime en relación con el régimen de Ley aplicable, en tanto que todos los contratos analizados incluyen el cambio del este.

- En relación al quórum necesario en la primera convocatoria de reunión de tenedores de bonos se encontró que el 80% del total de los contratos con cláusulas de acción colectiva (8 de 10) hacen quórum para la primera convocatoria de tenedores de bonos aquellos tenedores o sus apoderados que representen la mayoría del saldo deudor de todos los bonos<sup>85</sup>. La propuesta del G-10 es la que se identifica como fuente de derecho en relación con este postulado.

**Cuadro N° 10**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2011	Redimido	1,000 Millones	Libor + 1%	22 de Abril de 2004	20 de Abril de 2011
2	Bonos Globales Venezuela 2014	Vigente	1,500 Millones	8,500%	8 de Octubre de 2004	8 de Octubre de 2014
3	Bonos Globales Venezuela 2016	Vigente	1,500 Millones	5,750%	9 de Diciembre de 2005	26 de Febrero de 2016
4	Bonos Globales Venezuela 2020	Vigente	1,500 Millones	6,000%	9 de Diciembre de 2005	9 de Diciembre de 2020
5	Bonos Globales Venezuela 2023	Vigente	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
6	Bonos Globales Venezuela 2028	Vigente	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028
7	Bonos Globales Venezuela 2034	Vigente	500 Millones	9,375%	13 de Julio de 2004	13 de Enero de 2034
8	Bonos Globales Venezuela 2038	Vigente	825 Millones	7,000%	15 de Noviembre de 2007	31 de Marzo de 2038

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

- El 20% de los contratos (2 de 10) no tiene contiene la (s) modalidad (es) de constitución de quórum para la primera convocatoria de tenedores de bonos. La fuente de derecho también es el G-10 en el sentido de reuniones debidamente convocadas (ver cuadro resumen fuentes de derecho de las Cláusulas de Acción Colectiva: Reuniones y Enmiendas)

**Cuadro N° 11**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2013	Vigente	1,558 Millones	10,750%	19 de Marzo de 2004	19 de Septiembre de 2013
2	Notas Globales Venezuela 2018	Vigente	1,000 Millones	7,000%	1 de Diciembre de 2003	1 de Diciembre de 2018

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

<sup>85</sup> De este subgrupo el contrato correspondiente a la emisión de Bonos Globales Venezuela 2034 indica de manera específica el quórum mayor a 50% del principal del saldo deudor de todos los bonos para cualquier reunión convocada. En el caso del contrato correspondiente a la emisión de Bonos Globales Venezuela 2014, el quórum mayor de 50% solo aplica a la primera reunión convocada.

## Nuevo quórum requerido luego de la ausencia de quórum en la primera convocatoria de reunión de tenedores de bonos.

En relación con el nuevo quórum de las reuniones convocadas y seguidas a la ausencia de quórum en la primera reunión, encontramos como fuente de derecho:

- Las prácticas legales de los bonos regidos bajo la Ley de Inglaterra en el 70% de los contratos analizados (7 de 10). Sin embargo, éstos presentan una variante en relación al porcentaje necesario para constituir quórum para este tipo de convocatorias: Tenedores de bonos que representen al menos 35% del principal deudor de todos los bonos vs. el 25% que es práctica en los bonos regidos bajo la Ley de Inglaterra.

**Cuadro N° 12**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2011	Redimido	1,000 Millones	Libor + 1%	22 de Abril de 2004	20 de Abril de 2011
2	Bonos Globales Venezuela 2014	Vigente	1,500 Millones	8,500%	8 de Octubre de 2004	8 de Octubre de 2014
3	Bonos Globales Venezuela 2016	Vigente	1,500 Millones	5,750%	9 de Diciembre de 2005	26 de Febrero de 2016
4	Bonos Globales Venezuela 2020	Vigente	1,500 Millones	6,000%	9 de Diciembre de 2005	9 de Diciembre de 2020
5	Bonos Globales Venezuela 2023	Vigente	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
6	Bonos Globales Venezuela 2028	Vigente	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028
7	Bonos Globales Venezuela 2038	Vigente	825 Millones	7,000%	15 de Noviembre de 2007	31 de Marzo de 2038

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

- El 20% de los contratos analizados (2 de 10) no contiene porcentaje menor al establecido como mayoría del principal deudor de todos los bonos - que en ambos casos descansa en el Agente Fiscal en el marco del Acuerdo del Agente Fiscal<sup>86</sup> - La no inclusión de una forma de determinación de quórum en el contrato, subordinándolo al Agente Fiscal y el acuerdo con este, es mas próximo a las practicas legales de los

<sup>86</sup> Notas Globales Venezuela 2013 de US\$1,558 Millones, pág S-30, Notas Globales Venezuela 2018 de US\$1,000 Millones, pág 19.

bonos regidos por la Ley de Nueva York; y, al no ser tampoco una recomendación del G-10 y el G-6 constituyen fuente de derecho de los siguientes dos contratos abajo descritos.

**Cuadro N° 13**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2013	Vigente	1,558 Millones	10,750%	19 de Marzo de 2004	19 de Septiembre de 2013
2	Notas Globales Venezuela 2018	Vigente	1,000 Millones	7,000%	1 de Diciembre de 2003	1 de Diciembre de 2018

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

- El 10% de los contratos analizados (1 de 10) hace quórum con un porcentaje mayor al 50% del principal deudor de todos los bonos para cualquier reunión convocada.

**Cuadro N° 14**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Bonos Globales Venezuela 2034	Vigente	500 Millones	9,375%	13 de Julio de 2004	13 de Enero de 2034

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

**Provisión relativa a la Privación de Derechos:**

En relación a la provisión relativa a la privación de derechos del emisor, encontramos lo siguiente:

- El 77% de los contratos analizados (10 de 13) contiene las recomendaciones del G-10 que incluye, para efectos de quórum, descontar del saldo deudor o "Outstanding" el correspondiente al emisor, en este caso La República, o cualquier institución controlada directa o indirectamente por el Gobierno o cualquiera de sus instrumentos del sector público.

**Cuadro N° 15**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2011	Redimido	1,000 Millones	Libor + 1%	22 de Abril de 2004	20 de Abril de 2011
2	Notas Globales Venezuela 2013	Vigente	1,558 Millones	10,750%	19 de Marzo de 2004	19 de Septiembre de 2013
3	Bonos Globales Venezuela 2014	Vigente	1,500 Millones	8,500%	8 de Octubre de 2004	8 de Octubre de 2014
4	Bonos Globales Venezuela 2016	Vigente	1,500 Millones	5,750%	9 de Diciembre de 2005	26 de Febrero de 2016
5	Bonos Globales Venezuela 2020	Vigente	1,500 Millones	6,000%	9 de Diciembre de 2005	9 de Diciembre de 2020
6	Notas Globales Venezuela 2018	Vigente	1,000 Millones	7,000%	1 de Diciembre de 2003	1 de Diciembre de 2018
7	Bonos Globales Venezuela 2023	Vigente	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
8	Bonos Globales Venezuela 2028	Vigente	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028
9	Bonos Globales Venezuela 2034	Vigente	500 Millones	9,375%	13 de Julio de 2004	13 de Enero de 2034
10	Bonos Globales Venezuela 2038	Vigente	825 Millones	7,000%	15 de Noviembre de 2007	31 de Marzo de 2038

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

- No se observaron provisiones de privación de derechos al emisor, en el 23% de los contratos analizados (3 de 13).

**Cuadro N° 16**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2010	Redimido	1,500 Millones	5,3/8%	07 de Agosto de 2003	07 de Agosto de 2010
2	Bonos Globales Venezuela 2018	Vigente	500 Millones	13,5/8 %	06 de Agosto de 1998	15 de Agosto de 2018
3	Bonos Globales Venezuela 2027	Vigente	4,000 Millones	9,250%	18 de Septiembre de 1997	15 de Septiembre de 2027

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

### **Provisiones obligatorias por mayoría y la Provisión relativa al inicio de procesos legales o primeras diligencias “Initial Proceedings”**

En relación a la provisión obligatoria por mayoría esta está relacionada con incumplimiento o *default* y la aceleración:

- El 100% de los contratos analizados (13 de 13) contiene una relación  $\geq 25\%$  del principal adeudado notificado al Agente Fiscal para la aceleración y  $\geq 50\%$  del principal adeudado para anular o rescindir la aceleración, igualmente notificado al Agente Fiscal. La fuente de derecho

a la que corresponde esta provisión es la correspondiente a las practicas legales de los bonos regidos por la Ley de Nueva York.

En relación a la provisión relativa al inicio de procesos legales o primeras diligencias “*Initial Proceedings*” contra la República, sus propiedades, activos e ingresos, encontramos lo siguiente:

- El 100% de los contratos analizados (13 de 13) se encontró que cualquier persona a su sola discreción puede iniciar las diligencias contra la República, sus propiedades, activos e ingresos respecto a los bonos o notas globales. La fuente de derecho a la que corresponde esta provisión es la correspondiente a las practicas legales de los bonos regidos por la Ley de Nueva York.

**Cuadro N° 17**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2010	Redimido	1,500 Millones	5,3/8%	07 de Agosto de 2003	07 de Agosto de 2010
2	Notas Globales Venezuela 2011	Redimido	1,000 Millones	Libor + 1%	22 de Abril de 2004	20 de Abril de 2011
3	Notas Globales Venezuela 2013	Vigente	1,558 Millones	10,750%	19 de Marzo de 2004	19 de Septiembre de 2013
4	Bonos Globales Venezuela 2014	Vigente	1,500 Millones	8,500%	8 de Octubre de 2004	8 de Octubre de 2014
5	Bonos Globales Venezuela 2016	Vigente	1,500 Millones	5,750%	9 de Diciembre de 2005	26 de Febrero de 2016
6	Bonos Globales Venezuela 2020	Vigente	1,500 Millones	6,000%	9 de Diciembre de 2005	9 de Diciembre de 2020
7	Bonos Globales Venezuela 2018	Vigente	500 Millones	13,5/8 %	06 de Agosto de 1998	15 de Agosto de 2018
8	Notas Globales Venezuela 2018	Vigente	1,000 Millones	7,000%	1 de Diciembre de 2003	1 de Diciembre de 2018
9	Bonos Globales Venezuela 2023	Vigente	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
10	Bonos Globales Venezuela 2028	Vigente	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028
11	Bonos Globales Venezuela 2027	Vigente	4,000 Millones	9,250%	18 de Septiembre de 1997	15 de Septiembre de 2027
12	Bonos Globales Venezuela 2034	Vigente	500 Millones	9,375%	13 de Julio de 2004	13 de Enero de 2034
13	Bonos Globales Venezuela 2038	Vigente	825 Millones	7,000%	15 de Noviembre de 2007	31 de Marzo de 2038

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

### Provisión de compromiso

En relación a la provisión de compromiso o “*Engagement*” encontramos:

- El 100% de los contratos analizados (13 de 13) no contienen ningún tipo de cláusulas o provisiones de compromiso (Ej.: el nombramiento de un representante de los tenedores de bonos durante la vida del bono o nota, o la constitución de comités de tenedores de bonos seguidos de un

evento de incumplimiento, entre otros). La fuente de derecho de los contratos analizados en relación con la provisión de compromiso es la correspondiente a las practicas legales de los bonos regidos por la Ley de Nueva York

### Provisión relativa a la provisión de información

En relación a la provisión de información o “*Information Provision*” encontramos:

- El 77% de los contratos analizados (10 de 13) no contienen cláusulas de provisión de información. Sin embargo, establecen los reportes de la República ante la SEC 18-K como información adicional el cual anexan como acompañante de los respectivos prospectos de emisión. La fuente de derecho es la correspondiente a las prácticas legales de los bonos regidos a la Ley de Nueva York y la Ley de Inglaterra.

**Cuadro N° 18**

#	Título	Status	Monto (US dólares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Bonos Globales Venezuela 2014	Vigente	1,500 Millones	8,500%	8 de Octubre de 2004	8 de Octubre de 2014
2	Bonos Globales Venezuela 2016	Vigente	1,500 Millones	5,750%	9 de Diciembre de 2005	26 de Febrero de 2016
3	Bonos Globales Venezuela 2020	Vigente	1,500 Millones	6,000%	9 de Diciembre de 2005	9 de Diciembre de 2020
4	Bonos Globales Venezuela 2018	Vigente	500 Millones	13,5/8 %	06 de Agosto de 1998	15 de Agosto de 2018
5	Notas Globales Venezuela 2018	Vigente	1,000 Millones	7,000%	1 de Diciembre de 2003	1 de Diciembre de 2018
6	Bonos Globales Venezuela 2023	Vigente	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
7	Bonos Globales Venezuela 2028	Vigente	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028
8	Bonos Globales Venezuela 2027	Vigente	4,000 Millones	9,250%	18 de Septiembre de 1997	15 de Septiembre de 2027
9	Bonos Globales Venezuela 2034	Vigente	500 Millones	9,375%	13 de Julio de 2004	13 de Enero de 2034
10	Bonos Globales Venezuela 2038	Vigente	825 Millones	7,000%	15 de Noviembre de 2007	31 de Marzo de 2038

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

- El 23% de los contratos analizados (3 de 13) contienen la cláusula de suscripción de la República al Sistema General de Difusión de Datos del FMI. Sin embargo menciona la suscripción de la Republica y el status del mismo en fase de adaptación e instrumentación, por lo que no establece ningún parámetro para su difusión. La fuente de derecho es la

correspondiente a la propuesta del G-6 relativa a la suscripción de la República a Sistema General de Difusión de Datos del FMI. Sin embargo, difiere de esta propuesta en cuanto a los parámetros para dicha difusión de información.

**Cuadro N° 19**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2010	Redimido	1,500 Millones	5,3/8%	07 de Agosto de 2003	07 de Agosto de 2010
2	Notas Globales Venezuela 2011	Redimido	1,000 Millones	Libor + 1%	22 de Abril de 2004	20 de Abril de 2011
3	Notas Globales Venezuela 2013	Vigente	1,558 Millones	10,750%	19 de Marzo de 2004	19 de Septiembre de 2013

**Fuente:** Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

## **CAPITULO V**

### **CONCLUSIONES**

De la muestra de trece contratos que fueron analizados, correspondiente al periodo 1997-2009, con valor total emitido de US\$19,383 Millones, once de éstos se encontraban vigentes para el mes de Marzo de 2012, fecha de culminación del presente trabajo especial de grado, y representan un valor de emisión total de US\$ 16,883 Millones. Solo dos contratos ya se encontraban redimidos a la fecha antes mencionadas (Notas Globales Venezuela 2010, y 2011, de US\$ 1,500 Millones y US\$ 1,500 Millones respectivamente).

Se observa que los contratos analizados no son homogéneos en relación a sus provisiones obligatorias de reestructuración, encontrándose, entre ellos, tanto cláusulas de unanimidad como de acción por mayoría para enmienda de términos claves, siendo fuente de derecho, en el caso de los contratos con cláusulas de unanimidad, las prácticas legales de los bonos gobernados por la Ley de Nueva York para el 23% del universo de contratos analizados, mientras que se identificaron como fuentes de derecho las recomendaciones del G-10 y el G-6 para el 77% de los contratos analizados, en una proporción de 60% y 40% respectivamente.

En relación con los contratos vigentes, encontramos provisiones de reestructuración por unanimidad para términos claves, en 2 contratos. Esto representa el 15% respecto del total de los contratos vigentes (2 de 11).

Es importante mencionar que la sumatoria del valor total emitido de estos dos contratos es de US\$ 4,500 Millones y representa el 26,65% del saldo total del valor emitido de los once contratos vigentes analizados, US\$ 16,383 Millones.

## Cuadro N° 20

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Bonos Globales Venezuela 2018	Vigente	500 Millones	13,5/8 %	06 de Agosto de 1998	15 de Agosto de 2018
2	Bonos Globales Venezuela 2027	Vigente	4,000 Millones	9,250%	18 de Septiembre de 1997	15 de Septiembre de 2027

**Fuente:** Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

Es importante mencionar que el contrato de emisión de Bonos Globales de Venezuela 2027, del cuadro arriba indicado, sirvió para que la República, a la fecha de su emisión, 18 de septiembre de 1997, incursionara en el mercado de deuda soberana. Al tomar en consideración el monto, y por lo que describe el contrato como parte de los propósitos de esta emisión, servir como un indicador soberano de largo plazo<sup>87</sup>. En el caso del contrato de US\$ 500 Millones correspondiente a al emisión de Bonos Globales Venezuela 2018, emitido el 6 de Agosto de 1998 y con vencimiento el 15 de Agosto de 2018, tuvo propósitos generales y refinanciamiento de la deuda<sup>88</sup>.

El restante 77% de los contratos analizados (10 de 13 vigentes) contienen provisiones de reestructuración por mayoría. Respecto a los contratos vigentes, estos representan el 85% (9 contratos de 11) con un valor total emitido de US\$ 12,383 Millones o 73,35% del saldo total del valor emitido de los once contratos vigentes analizados, US\$ 16,383 Millones.

---

<sup>87</sup> De acuerdo con el propósito indicado en el prospecto encontramos: “Provisión de Liquidez, indicador soberano de largo plazo de la República. Adicionalmente, la oferta de bono global es parte de un amplio programa de la República para el manejo de sus pasivos externos. La República no recibirá producto alguno de la venta de estos Bonos Globales. El producto de la venta del colateral liberado ante el retiro de los Bonos Brady canjeados en conexión con el ofrecimiento de Bono Global se espera sea usado por la República para propósitos generales, incluyendo sin limitación para el retiro del endeudamiento de la República al Banco Central incurrido en conexión con la adquisición original del colateral en 1990 para el momento de la emisión de Bonos Brady” Pág. 72

<sup>88</sup> Ver Pág. 5 del prospecto

**Cuadro N° 21**

#	Título	Status	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2018	Vigente	1,000 Millones	7,000%	1 de Diciembre de 2003	1 de Diciembre de 2018
2	Notas Globales Venezuela 2013	Vigente	1,558 Millones	10,750%	19 de Marzo de 2004	19 de Septiembre de 2013
3	Bonos Globales Venezuela 2034	Vigente	500 Millones	9,375%	13 de Julio de 2004	13 de Enero de 2034
4	Bonos Globales Venezuela 2014	Vigente	1,500 Millones	8,500%	8 de Octubre de 2004	8 de Octubre de 2014
5	Bonos Globales Venezuela 2016	Vigente	1,500 Millones	5,750%	9 de Diciembre de 2005	26 de Febrero de 2016
6	Bonos Globales Venezuela 2020	Vigente	1,500 Millones	6,000%	9 de Diciembre de 2005	9 de Diciembre de 2020
7	Bonos Globales Venezuela 2038	Vigente	825 Millones	7,000%	15 de Noviembre de 2007	31 de Marzo de 2038
8	Bonos Globales Venezuela 2023	Vigente	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
9	Bonos Globales Venezuela 2028	Vigente	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028

Fuente: Bloomberg / Oficina Nacional de Crédito Público  
Ministerio del PP de Planificación y Finanzas

Al observar, por sus fechas de emisión, nótese que los contratos con cláusulas de acción por unanimidad son los correspondientes a los años 1997, 1998 (vigentes) y 2003<sup>89</sup> (redimido), mientras que los contratos con cláusulas de acción colectiva son los correspondientes a los años 2003 y siguientes<sup>90</sup>, incluyendo el redimido<sup>91</sup>. Las fuentes de derecho se corresponden con las prácticas legales vigentes para el momento en que estos fueron emitidos, la terminación de los reportes del G-10 y el G-6 y sus recomendaciones, recogidas en el reporte del FMI “*Collective Action Clauses: Recent Development and Issues*” del 25 de Marzo de 2003, mes en el que el gobierno de México marcó la pauta con una emisión de bonos soberanos, que regido por la Ley del Estado de Nueva York, contenían cláusulas de acción colectiva. De esta manera se inicia una nueva práctica legal para emisiones soberanas emergentes dentro de este régimen de ley aplicable.

Siendo todos los 13 contratos soberanos que hemos analizado de la República, regidos bajo la Ley del Estado de Nueva York, es importante mencionar que, en el caso de los contratos con cláusulas de unanimidad,

<sup>89</sup> Notas Globales por US\$ 1,500 Millones. 5 3/8% anual. Fecha de emisión: 07 de Agosto de 2003. Fecha de vencimiento: 07 de Agosto de 2010.

<sup>90</sup> Notas Globales por US\$ 1,000 Millones. 7,00% anual. Fecha de emisión: 01 de Diciembre de 2003. Fecha de vencimiento: 01 de Diciembre de 2018.

<sup>91</sup> Notas Globales por US\$ 1,000 Millones. Libor + 1%. Fecha de emisión: 22 de Abril de 2004. Fecha de vencimiento: 20 de Abril de 2011.

todos fueron emitidos bajo esta modalidad al menos hasta Agosto de 2003. Mientras que se incorporan cláusulas de acción colectiva a partir de al menos el 01 de diciembre de 2003, en los contratos de deuda soberna regidos bajo la Ley del Estado de Nueva York.

Igualmente se observa que la República en su proceso de instrumentación una política de reestructuración y refinanciamiento de deuda, que incluyó operaciones de canje se incorporaron cláusulas de acción colectiva en los nuevos contratos. Tal es el caso de la emisión de US\$ 1,558 Millones. 10,75% anual. Fecha de emisión: 19 de Marzo de 2004 y Fecha de vencimiento: 19 de Septiembre de 2013<sup>92</sup>.

Con respecto a los contratos analizados que contienen cláusulas de acción colectiva, se encontró que el 60% (6 de 10) tiene como fuente de derecho las recomendaciones del G-10 contenían una súper mayoría cuyo umbral de aprobación del 75% del capital adeudado para enmendar aspectos claves del contrato, mientras que el 40% (4 de 10), tiene como fuente de derecho las recomendaciones del G-6, un umbral de aprobación del 85%.

El 100% de los contratos con cláusulas de acción colectiva para términos claves (75% u 85%) comprenden, entre otras, la subordinación jurisdiccional, la renuncia de inmunidades soberanas (incluyendo las de Inglaterra y Estados Unidos) además del cambio de régimen de ley aplicable de los bonos. Las recomendaciones de G-6 constituyen fuente de derecho con variantes sólo en relación al cambio de régimen de ley aplicable<sup>93</sup>.

En relación a la provisión relativa a la privación de derechos del emisor, encontramos que el 77% de los contratos analizados (10 de 13) contiene las recomendaciones del G-10 que incluye, para efectos de quórum, descontar del saldo deudor o "*Outstanding*" el correspondiente al emisor, en

---

<sup>92</sup> De acuerdo con el propósito indicado en el prospecto encontramos: "Canje de las "NOTAS EXISTENTES" correspondientes a las emisiones de US\$700,000,000 del 19 de Septiembre de 2003 y de US\$858,523,000 del 23 de Octubre de 2003" Pág. S-12.

<sup>93</sup> *Ibíd* 1.

este caso La República, o cualquier institución controlada directa o indirectamente por el Gobierno o cualquiera de sus instrumentos del sector público. No se identificó provisiones de privación de derechos en el 23% de los contratos analizados, siendo éstos contratos los que contienen cláusulas de unanimidad.

Se identificó como fuente de derecho a las prácticas legales de los bonos regidos por la Ley de Nueva York, al 100% de los contratos analizados (13 de 13), respecto a la provisión relativa al inicio de procesos legales o primeras diligencias “*Initial Proceedings*” contra la República, sus propiedades, activos e ingresos, que puede ser activado por cualquier persona a su sola discreción.

En relación a la provisión de compromiso o “*Engagement*” el 100% de los contratos analizados (13 de 13) no contienen ningún tipo de cláusulas o provisiones de compromiso. La fuente de derecho a la que corresponde esta provisión es la correspondiente a las practicas legales de los bonos regidos por la Ley de Nueva.

En relación a la provisión de información o “*Information Provision*” se encontró que el 77% de los contratos analizados (10 de 13) no contienen cláusulas de provisión de información. Sin embargo, establecen los reportes de la República ante la SEC 18-K como información adicional el cual anexan como acompañante de los respectivos prospectos de emisión. La fuente de derecho es la correspondiente a las prácticas legales de los bonos regidos a la Ley de Nueva York y la Ley de Inglaterra. El 23% restante de los contratos, recoge de manera limitada las recomendaciones del G-6 en el sentido que la República esté suscrita al Sistema General de Difusión de Información del FMI.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Central de Venezuela *ABC Económico*.

<http://www.bcv.org.ve/c1/abceconomico.asp>

Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Investigación Económica. *2007 REPORT, Economic and Social Progress in Latin America*

[http://www.iadb.org/res/ipes/2007/charts/tb5\\_1.cfm](http://www.iadb.org/res/ipes/2007/charts/tb5_1.cfm)

Buchheit, Lee C. “*Cláusula Colectiva de Representación*” (“*Collective Representation Clause*”) *International Financial Review* 1998.

Buchheit, Lee C. “*Como Ecuador Escapó de la Trampa del Bono Brady*” en inglés “*How Ecuador Escape the Brady Bond Trap*” *International Financial Review*, 17 de Diciembre 2000

Buckley, Ross P. *A Force for Globalization: Emerging Markets Debt Trading from 1994 to 1999*. Forthcoming, *Fordham International Law Journal*.

<http://www.austlii.edu.au/au/journals/UNSWLRS/2007/17.html>

Club de Paris. Los cinco principios clave

<http://www.clubdeparis.org/sections/composition/principes/cinq-grands-principes>

Conferencia “*Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards?*” Institute for International Economics, Washington DC. 02 de Abril de 2002.

Cornand, Camile *Quel cadre d'implication du secteur privé proposer pour gérer les crises de liquidité des économies de marché émergentes?* Junio 2002

<http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/17/82/12/PDF/0206.pdf>

Couillault Bertrand y Weber Pierre-Francois “*Towards a voluntary code of good conduct for Sovereign Debt Restructuring*”. *International Monetary Relations Division*. Banque de France, Junio 2003.

[http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2003/etud7\\_0603.pdf](http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2003/etud7_0603.pdf)

Emerging Market Traders Association, *Brady Plan*.

<http://www.emta.org/template.aspx?id=35>

Fondo Monetario Internacional *Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contract – Encouraging Greater Use*. 6 de Junio de 2002.

Fondo Monetario Internacional *The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses* Junio 06, 2002.

Fondo Monetario Internacional, Informe Anual de la Junta Ejecutiva para el Ejercicio cerrado el 30 de abril 2004,  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2004/eng/index.htm>

Fondo Monetario Internacional. Ficha Técnica: “*Guía sobre comités, grupos y clubes*” <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/groupss.htm#G10>

Gary, Robert B. *Collective Action Clauses. Remarks prepared for delivery at UNCTAD*. Fourth Inter-Regional Debt Management Conference. Génova. Noviembre 11, 2003.

Grupo de Trabajo del G-10 sobre Cláusulas Contractuales. 22 de septiembre 2002. <http://www.bis.org/publ/gten08.pdf>  
Informe de los Ministros de Finanzas del G7 en la Iniciativa de Colonia, 18 a 20 junio, 1999

Krueger, Anne O. *El mecanismo de reestructuración de la deuda soberana: Un año después*  
<http://web.archive.org/web/20081011105309/http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/111202s.htm>

Amita Batra. Sovereign Debt Restructuring. Papel de Política Ocasional. Indian Council for Research on International Economic Relations. Octubre 2002. [www.icrier.org](http://www.icrier.org)

Robert Gray. Collective Action Clauses: The way forward. International Primary Market Association. February 2004

Mauro, Paolo y Yafeh, Yishay “*La Corporación de Tenedores de Bonos Extranjeros*” en inglés “*Corporation of Foreign Bondholders*”. FMI, 2003  
Punam Chuhan and Sturzenegger. *Default Episodes in the 1980s and 1990s: What have we learned?*

Rieffel Lex. *Restructuring Sovereign Debt: the case of ad hoc Machinery*

Salomon Smith Barney, “*A Primer on Brady Bonds*”. Fixed Income Research Emerging Market Fixed Income, March 9, 2000 <http://www.smithbarney.com/>

Silk, Leonard, *Economic Scene; Third World Debt: The Brady Plan* New York Times, 31/03/1989 <http://www.nytimes.com/1989/03/31/business/economic-scene-third-world-debt-the-brady-plan.html?pagewanted=1>

Taylor, John B. "Sovereign Debt Restructuring: A US Perspective"

Vásquez Ian. *The Brady Plan and the Market-Based Solutions to Debt Crises*. Cato Journal. <http://www.cato.org/pubs/journal/cj16n2/cj16n2-4.pdf>  
[www.mof.go.jp/english/international\\_policy/convention/summit/cy1999/if002.htm](http://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/summit/cy1999/if002.htm)

Fondo Monetario Internacional. *Working Paper WP/03/196. October 2003*

Fondo Monetario Intenacional "Collective Action Clauses: Recent Development and Issues" Marzo 2003

UCEMA. Historia General de las Relaciones Exteriores de la República Argentina. Capítulo 55. Endeudamiento externo y crisis económica (1983-1989). Sección 1: La cuestión de la deuda. El rol del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial.  
<http://www.ucema.edu.ar/ceieg/arg-rree/11/11-076.htm>

Gregory Ruggiero. Independent Study. Professor Pantos "The Latin American Debt Crisis: What were its causes, and is it over?". March 15, 1999.  
<http://www.angelfire.com/nj/GregoryRuggiero/latinamericancrisis.html>

Contratos de deuda pública según detalle. Bloomberg y Oficina Nacional de Crédito Público Ministerio P.P Planificación y Finanzas

#	Título	Monto (US dolares)	Tasa de Interés Anual	Emisión	Vencimiento
1	Notas Globales Venezuela 2010	1,500 Millones	5,3/8%	07 de Agosto de 2003	07 de Agosto de 2010
2	Notas Globales Venezuela 2011	1,000 Millones	Libor + 1%	22 de Abril de 2004	20 de Abril de 2011
3	Notas Globales Venezuela 2013	1,558 Millones	10,750%	19 de Marzo de 2004	19 de Septiembre de 2013
4	Bonos Globales Venezuela 2014	1,500 Millones	8,500%	8 de Octubre de 2004	8 de Octubre de 2014
5	Bonos Globales Venezuela 2016	1,500 Millones	5,750%	9 de Diciembre de 2005	26 de Febrero de 2016
6	Bonos Globales Venezuela 2020	1,500 Millones	6,000%	9 de Diciembre de 2005	9 de Diciembre de 2020
7	Bonos Globales Venezuela 2018	500 Millones	13,5/8 %	06 de Agosto de 1998	15 de Agosto de 2018
8	Notas Globales Venezuela 2018	1,000 Millones	7,000%	1 de Diciembre de 2003	1 de Diciembre de 2018
9	Bonos Globales Venezuela 2023	2,000 Millones	9,000%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2023
10	Bonos Globales Venezuela 2028	2,000 Millones	9,250%	7 de Mayo de 2008	7 de Mayo de 2028
11	Bonos Globales Venezuela 2027	4,000 Millones	9,250%	18 de Septiembre de 1997	15 de Septiembre de 2027
12	Bonos Globales Venezuela 2034	500 Millones	9,375%	13 de Julio de 2004	13 de Enero de 2034
13	Bonos Globales Venezuela 2038	825 Millones	7,000%	15 de Noviembre de 2007	31 de Marzo de 2038