

FOCUS · Sobre la reestructuración de la deuda soberana

Hace apenas un año, Argentina decidió anunciar un «impago selectivo» de su deuda, tras el fallo del juez estadounidense Thomas Griesa. Aunque dicho impago se aleja de lo que entendemos como un *default* estándar, es paradigmático de las dificultades que comporta el proceso de reestructuración de la deuda soberana, y alerta sobre la necesidad de instaurar y legitimar un régimen general de prevención y resolución de las crisis en este ámbito. Más si cabe, ante la creciente tendencia de endeudamiento de muchos países.

A grandes rasgos, podemos pensar que un país que ha emitido deuda con la finalidad de financiar sus gastos e inversiones comparte ciertos paralelismos con una empresa que se ha endeudado para llevar a cabo sus proyectos. Si las cosas van bien, se repaga la deuda gracias a la rentabilidad de las inversiones, y si las cosas se tuercen (ya sea fruto de la mala suerte o de la irresponsabilidad), se produce una situación de impago. A pesar de las semejanzas, la legislación que rige el proceso de reestructuración de la deuda soberana no es sencilla, pues puede entrar en conflicto fácilmente con uno de los principios fundamentales del Derecho Internacional, el que establece que los países son inmunes a las decisiones judiciales de otros países.¹ No en vano es una práctica habitual que los países emergentes emitan deuda regulada con leyes distintas a la propia: generalmente, la estadounidense en el caso de la deuda emitida en dólares, y la inglesa si es en euros.

Como ya se ha mencionado, el caso argentino es paradigmático de este conflicto. Cuando se declaró en suspensión de pagos en 2001, Argentina tenía deuda denominada en su propia moneda, en dólares y en euros, por valor de 100.000 millones de dólares (lo que supuso el mayor impago de la historia hasta que llegara el turno de Grecia, en 2012). Tras reestructurar su deuda en 2005 y en 2010, consiguió que el 93% de los acreedores la aceptaran, pero la parte restante (mayoritariamente fondos oportunistas) decidió no aceptar el canje y denunciar el caso ante el estado de Nueva York.² En junio de 2012, el juez Griesa dictaminó a favor de los fondos demandantes y, dos años después, amparándose en el principio de *pari passu* (igualdad de tratamiento a todos los acreedores), obligó a las instituciones financieras norteamericanas a cesar todos los pagos de Argentina a los acreedores que habían aceptado la reestructuración de la deuda hasta que no se pagase a los que la habían rechazado, lo que provocó que el país anunciara un «impago selectivo». La sentencia provocó el descontento de los tribunales ingleses, que, en febrero de este año, declararon que la sentencia de Griesa de frenar los

pagos del Gobierno argentino afectaba a inversores que estaban amparados por la ley inglesa, al haber adquirido deuda argentina denominada en euros y no en dólares.

Esta situación empujó a un gran número de países a plantear a la Asamblea General de las Naciones Unidas la necesidad de elaborar un marco legal internacional para la reestructuración de la deuda soberana en caso de impago. Aunque no era la primera vez que se debatía tal necesidad, en el pasado la mayoría de países avanzados no la habían apoyado, mientras que, en esta ocasión, muchos países decidieron cambiar su acostumbrado voto negativo por una abstención, lo que abrió la puerta a una posible entente. El argumento que solían esgrimir buena parte de las economías desarrolladas era que las cláusulas de acción colectiva (CAC) y el sometimiento de la deuda a las leyes estadounidenses o inglesas constituían un marco legal suficiente. Bajo las CAC, si un 75% de los acreedores de una emisión se pone de acuerdo, se pueden cambiar las condiciones de dicha emisión para el conjunto de sus acreedores.

Las Naciones Unidas no han sido el único foro desde el que se ha promovido el desarrollo de un marco legal para este tipo de reestructuraciones. Entre los esfuerzos que se han llevado a cabo destacan los del FMI, con el diseño del mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM, por sus siglas en inglés). Este mecanismo intenta agilizar el proceso de reestructuración de la deuda soberana al conceder a la mayoría de los acreedores del agregado de las emisiones la potestad de pactar en nombre del total de los acreedores (lo que se conoce como el poder de la supermayoría). Con ello se intenta superar uno de los problemas más comunes de las CAC, según las cuales la mayoría se debe alcanzar a nivel individual para cada emisión de deuda, en lugar de para el agregado.

De todas formas, no está claro que todo sean ventajas. La concesión del poder a una supermayoría podría aumentar los riesgos de manipulación de los votos, lo que menoscabaría los derechos de los pequeños inversores. De hecho, si el nuevo marco permitiera que esta supermayoría cayera fácilmente en manos de intereses afines al Gobierno del país, aumentaría el riesgo de abuso de las reestructuraciones de deuda, lo que podría conllevar un incremento generalizado de los costes de financiación de los países emergentes.

En definitiva, todavía nos encontramos lejos de un marco acordado de reestructuración, por lo que es imperativo seguir trabajando para contrarrestar el poder del que disfrutaban una minoría de acreedores en el caso de algunos impagos soberanos. El ejemplo argentino no ha hecho más que reforzar esta necesidad. Con todo, no es evidente dónde se encuentra el equilibrio entre una reestructuración eficiente y ágil de la deuda y la protección de los derechos de los inversores.

1. Naciones Unidas, Convención sobre las Inmunidades Jurisdiccionales de los Estados, artículo 24.

2. La mayoría de demandantes eran fondos oportunistas que habían comprado la deuda en el mercado secundario con posterioridad a la declaración de impago por parte del país.