

# Propuestas de un nuevo enfoque para afrontar las crisis de deuda soberana

*Jorge Fernández*

El Colegio de México  
jfernan@colmex.mx

---

## *Resumen*

En este artículo estudiamos el planteamiento de establecer un ordenamiento internacional que regule la reestructuración de las deudas soberanas cuando éstas alcanzan niveles insostenibles. Examinamos las razones que explican por qué se necesita dicho ordenamiento para guiar los procesos de reestructuración de deuda, el papel de las Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) en los contratos de deuda como posible sucedáneo de tal ordenamiento, así como la propuesta del Fondo Monetario Internacional de los años 2001-2002 y las razones de su abandono. Analizamos también la experiencia de la adopción generalizada de las CACS y sus posibles enseñanzas sobre las consecuencias de que un marco regulatorio de reestructuración de deudas sea aprobado.

Palabras clave: deuda soberana, crisis de deuda, cláusulas de acción colectiva, reestructuración de deuda.

## *Abstract*

### **Proposals for a new approach to deal with sovereign debt crisis**

We study the proposal to set up a new international legal system to regulate the restructuring of sovereign debts when these debts reach unsustainable levels. We examine the reasons that explain why such a regulatory framework is needed to guide the debt restructuring processes, the role of collective action clauses (CACs) in sovereign debt contracts as possible substitutes to such a framework, as well as the 2001-2002 IMF proposal and the reasons for its abandonment. We also analyze the experience of the

generalized use of CACS and their lessons for the consequences of a possible adoption of a legal system for the restructuring of sovereign debts.

Key words: sovereign debt, debt crisis, collective action clauses, debt restructuring.

---

## Introducción

En este artículo abordamos el planteamiento de establecer un ordenamiento internacional que regule la reestructuración de las deudas soberanas cuando éstas alcanzan niveles insostenibles.

Empezamos con una sección que presenta dos casos recientes de los obstáculos que enfrentan los países cuando enfrentan problemas de pago de deuda soberana que los obligan a reestructurarla. Estos ejemplos nos sirven para adentrarnos en el análisis de los argumentos de por qué se necesita un marco regulatorio que guíe la reestructuración de las deudas soberanas cuando éstas alcanzan niveles insostenibles. Esto lo hacemos comparando los problemas de pago de la deuda soberana con los que se presentan cuando tales problemas ocurren con un deudor al interior de un país, bajo la regulación de un código de bancarrota. Para ello usamos como punto de referencia la legislación de bancarrota de Estados Unidos, debido al papel que esta legislación ha jugado como punto de referencia en varias propuestas de un nuevo ordenamiento internacional.

Entre las razones que explican la necesidad de un ordenamiento internacional, destacamos los problemas de acción colectiva entre los acreedores, que impiden una reestructuración ordenada de la deuda, y la falta de una jerarquía de prioridades de pago, que genera incentivos a un endeudamiento excesivo.

Posteriormente abordamos un mecanismo que se ha usado como sustituto de un nuevo ordenamiento internacional, las Cláusulas de Acción Colectiva (CACS). Examinamos en qué consisten, cómo ayudan a enfrentar algunos problemas en las crisis de deuda y por qué no los resuelven plenamente. A continuación examinamos la propuesta que presentó en los años 2001-2002 el Fondo Monetario Internacional (FMI), a través de su primera subdirectora gerente, Anne Krueger. Esta propuesta ejemplifica una forma concreta en que se podrían enfrentar los problemas señalados anteriormente mediante un marco regulatorio internacional. Sin embargo, como señalan Bolton y Skeel (2004), ignora la asignación de prioridades en los pagos de las diferentes deudas. Examinamos la propuesta de estos autores a ese respecto.

La propuesta del FMI de los años 2001-2002 no prosperó. Analizamos las razones de este abandono y hacemos la analogía, apuntada por Bolton y Skeel

(2004), con los problemas que sufrió la instauración de un código de bancarrota en Estados Unidos en el siglo XIX. Finalmente, examinamos algunos de los temores que genera la idea de un marco regulatorio de crisis de deuda soberana haciendo notar que son similares a los que generaba la introducción de las CACS y, en esta línea de pensamiento, analizamos en qué medida tales temores estaban fundados.

### **Los obstáculos para reestructurar la deuda: dos casos ilustrativos**

En 1996, cuando Perú estaba reestructurando su deuda en el marco del plan Brady, Elliot Associates, L.P., compró parte de esta deuda a dos de los bancos acreedores con un descuento sustancial, pagándoles US\$11.4 millones.<sup>1</sup> La reestructuración de la deuda peruana prosiguió según el plan anunciado, pero Elliot Associates se rehusó a participar en ella. En su lugar, estableció un litigio en el que demandó el pago total de la parte de la deuda que había comprado. Un problema central que enfrentaba Elliot Associates era que, aunque obtuviera una resolución favorable, sería difícil forzar su cumplimiento por la ausencia de activos propiedad de Perú que sirvieran como garantía. La solución fue utilizar los fondos que Perú depositara para pagar a los acreedores que sí habían aceptado el plan de reestructuración de la deuda. Los esfuerzos de Elliot Associates en esta dirección fructificaron en el año 2000, cuando una Corte de Bruselas ordenó que se impidiera el pago que se tenía que hacer a los acreedores que sí habían participado en la renegociación de la deuda. Puesto que el plazo para pagar a estos acreedores estaba próximo a vencer, Perú no se arriesgó a incumplir con tales pagos y caer en *default*, y prefirió llegar a un acuerdo con Elliot Associates y pagarle US\$56.3 millones.

La estrategia de Elliot Associates fue argumentar que la cláusula *pari passu* que figuraba en el contrato de deuda impedía que se le pagara a los otros acreedores si no se le pagaba también a ellos. Según la interpretación de Elliot Associates, esta cláusula implicaba que si el deudor no disponía de los fondos suficientes para pagar totalmente a sus acreedores, todos ellos debían recibir la parte proporcional que les correspondiera de los fondos disponibles. No se podía pagar a los otros acreedores y no pagar a Elliot Associates.

Un caso similar, que se encuentra aún en litigio, se inició cuando Argentina declaró en diciembre de 2001, en medio de una profunda crisis econó-

<sup>1</sup> Un análisis detallado de este episodio puede consultarse en Gulati y Klee (2001), en que basamos la descripción de estos hechos.

mica, una moratoria en los pagos de su deuda externa, y manifestó que sus acreedores debían aceptar reducirla.<sup>2</sup> En septiembre de 2003 hizo una primera propuesta en esa dirección y, después de más de un año de negociaciones infructuosas, en 2005 hizo una oferta que fue aceptada por 76% de los acreedores. Esta oferta implicaba una reducción muy grande —entre 71% y 75% en valor presente, tomando en cuenta los intereses acumulados no pagados— de la deuda, pero los acreedores debían considerar que Argentina había sufrido una fuerte recesión y había anunciado que *i*) no tenía intenciones de reanudar los pagos de los bonos que no fueran canjeados por los nuevos bonos emitidos con motivo de la reestructuración y, *ii*) ya no se consideraría a sí misma en incumplimiento de pagos (*default*) si 50% o más de los acreedores aceptaban la reestructuración. Además, el Congreso aprobó una ley, la “Ley Cerrojo”, que prohibía al gobierno reabrir las negociaciones con los acreedores que no aceptaran la reestructuración. Todos estos movimientos, desde luego, estaban orientados a convencer a los acreedores de que no obtendrían una mejor oferta si se rehusaban a participar en la reestructuración.

En el año 2010 Argentina suspendió brevemente la Ley Cerrojo y renegoció con algunos de los acreedores que no habían participado en el año 2005, pero ofreciéndoles condiciones similares a las de aquel año, que esta vez sí aceptaron. Con esta segunda renegociación el porcentaje de acreedores participantes se elevó a 92%.

Sin embargo, dentro del 8% de acreedores que no participaron en ninguna de las dos renegociaciones se encontraban algunos “fondos buitres”, especializados en comprar deuda soberana, de países con problemas de pago, con un gran descuento y después establecer litigios demandando el pago total de la deuda comprada. Uno de estos fondos buitres era NML Capital —subsidiaria de la anteriormente mencionada Elliot Associates—.

NML Capital recurrió en su argumentación jurídica, al igual que lo había hecho Elliot Associates contra Perú, a la cláusula *pari passu*. El juez Thomas Griesa, que preside el caso de Argentina contra sus acreedores en el Distrito Sur de Nueva York, determinó que Argentina había violado la cláusula *pari passu* al efectuar pagos a los bonos producto de la renegociación, al tiempo que se negaba a pagar a los acreedores que no habían renegociado y que, adicionalmente, también la había violado al emitir la Ley Cerrojo. De acuerdo con la orden del juez, Argentina no podía pagar a los acreedores que habían renegociado la deuda si no pagaba también a NML Capital. Puesto que la orden del juez se aplicaba a todas las partes involucradas, no sólo a Argentina, esto

<sup>2</sup> La descripción del caso de Argentina está basada —excepto para los acontecimientos del año 2014— en Monteleone (2013).

se traducía en que los fondos depositados para pagar los bonos fruto de la renegociación no podrían llegar a sus destinatarios.

En julio de 2014, el litigio entre NML Capital y Argentina llegó a un punto similar al que había enfrentado a Elliot Associates y Perú en el año 2000: Argentina tenía unos pagos próximos a vencer y la orden del juez Griesa impedía que se realizaran si no se pagaba también a NML Capital.<sup>3</sup> Pero el curso de acción fue esta vez distinto. Argentina no pagó a NML Capital y el 30 de julio los acreedores que habían reestructurado la deuda no recibieron el pago estipulado. A esto siguió un debate sobre si Argentina había caído o no en *default*. Por una parte, los acreedores no habían recibido su pago y en este sentido había *default* pero, por otra parte, Argentina sí había efectuado el depósito pactado, lo que apoyaba la interpretación de que no había incumplido su obligación.

### **Los problemas de acción colectiva en las crisis de deuda: el código de bancarrota en el caso doméstico *versus* la falta de ordenamiento en el ámbito internacional**

Los dos ejemplos anteriores muestran un obstáculo para lograr una reducción de deuda: cuando existe más de un acreedor, cada uno de ellos tiene incentivos a que sean los demás acreedores quienes perdonen su deuda. En efecto, supongamos que la deuda de un país es tan elevada que una reducción en ella es beneficiosa no sólo para el país sino incluso para los acreedores, considerados en su conjunto. El argumento de que esto puede ocurrir no es reciente. Existen diversos motivos que generan esta situación. Sachs (1989) y Krugman (1988)<sup>4</sup> presentaron algunos de ellos en el contexto de la crisis de la deuda externa latinoamericana de la década perdida de 1980: una deuda muy elevada ocasiona que los inversionistas anticipen impuestos también muy elevados para poder pagarla, por lo que actúa como un impuesto a la inversión, inhibiéndola. De manera similar, las reformas económicas que promueven el crecimiento exigen sacrificios. Si un gobierno anticipa que los frutos de dichas reformas se destinarán en una medida considerable a efectuar un mayor pago a los acreedores, no tendrá incentivos para llevarlas a cabo o, al menos, no en la medida en que resulte socialmente óptimo. Esto se traduce en que la deuda, al reducir la inversión y las reformas económicas, frene el

<sup>3</sup> Un problema adicional era una cláusula que permitía a los acreedores que renegociaron la deuda exigir el mismo trato que se les diera a aquellos que no lo hicieran.

<sup>4</sup> Véase también Goldberg y Spiegel (1992), y Fernández-Ruiz (1996) para una ampliación de estos argumentos.

crecimiento económico. Puede incluso ocurrir que más allá de cierto valor, el efecto negativo sobre el crecimiento de la economía sea de tal magnitud que una acumulación adicional de deuda reduzca los recursos que un país deudor puede transferir a sus acreedores. Por eso es posible que al conjunto de los acreedores le beneficie reducir el monto total de la deuda.

El problema es que un acreedor individual tiene incentivos a esperar a que sean los otros acreedores quienes reduzcan la deuda, y remuevan así el lastre que constituye para la economía del país deudor, al tiempo que él se beneficie de la consecuente mayor capacidad de pago del país sin colaborar en dicha reducción. Este es uno de los problemas de acción colectiva que surgen para solucionar el sobreendeudamiento que podemos, siguiendo a Sachs (1995), clasificar en tres etapas.

Una primera etapa ocurre en el momento en que el país no puede cumplir con sus pagos en la forma acordada. Aquí hay un problema de acción colectiva que puede ilustrarse con el de una empresa en un contexto doméstico: la imposibilidad de cumplir con los pagos de deuda de una empresa puede derivar en una rebatiña (*grab race*) entre sus diversos acreedores por apoderarse de sus activos. El riesgo es que los acreedores, al tratar de cobrar cada uno la deuda que le corresponde, deshagan la empresa en trozos: un acreedor logre quedarse con una parte del mobiliario, otro con un torno, etc., en una situación en que al conjunto de ellos le convenga preservar la integridad de la empresa, pues ésta valga más entera y en funcionamiento<sup>5</sup> que vendida en trozos. Por esta razón, en un código de bancarrota, por ejemplo, el capítulo 11 del Código de Bancarrota de Estados Unidos, se establece una suspensión automática de los intentos de cobro de todas las deudas hasta que se haya reorganizado la empresa. De manera similar, en un país con problemas financieros, es mejor una interrupción de los intentos de cobro de los acreedores mientras se reestructura la deuda a una alternativa en que cada acreedor extraiga y salve lo más que pueda de la deuda que tienen con él.

Una segunda etapa es similar a cuando una empresa está en proceso de reorganización y necesita financiamiento para seguir funcionando. En los códigos de bancarrota se permite que la empresa obtenga este financiamiento supervisada por la Corte y, de manera importante, se establece que el pago de este financiamiento tiene prioridad sobre la deuda contraída con anterioridad.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Entre otras razones, porque puede ser que la empresa tenga relaciones valiosas con sus clientes y con sus proveedores, porque tenga una reputación construida a lo largo de los años que se perdería o porque haya logrado reunir un equipo de trabajo con una alta productividad que también se perdería.

<sup>6</sup> Este tipo de financiamiento se denomina en el código de bancarrota de Estados Unidos *debtor in possession financing* (financiamiento al deudor en posesión).

Esta prioridad se establece para incentivar que haya prestamistas dispuestos a otorgarle crédito, evitando ponerlos en igualdad de condiciones con los acreedores que tienen dificultades para cobrar. De la misma manera, cuando un país está reestructurando su deuda, necesita financiamiento fresco para seguir funcionando.

Finalmente, en una tercera etapa, se tiene que reestructurar la deuda, lo que puede involucrar su reducción. En esta etapa se presenta el problema, mencionado líneas arriba, de que cada acreedor individual prefiere que sean los otros acreedores quienes acepten que las deudas que la empresa tiene con ellos sean reducidas. Es decir, existe el problema de los llamados *holdouts* (acreedores que se niegan a negociar). Los códigos de bancarrota enfrentan este problema esencialmente permitiendo que una mayoría suficientemente amplia de acreedores acuerde condiciones de reducción de toda la deuda de la empresa, incluso aunque una pequeña minoría de acreedores no esté de acuerdo. Por ejemplo, en el código de bancarrota de Estados Unidos se clasifica la deuda de la empresa en sus distintas clases y se somete a votación el plan de reestructuración en cada una de ellas. Para que el plan sea aceptado se requiere que, o bien una mayoría cualificada<sup>7</sup> de cada clase de acreedores lo apruebe, o bien que la corte de bancarrota lo haga si existen una o más clases de acreedores que no lo aprueben por mayoría cualificada. En este segundo caso (*cramdown*) la corte debe velar porque el plan no discrimine injustamente a ninguna clase de acreedores. De esta forma se evita que un reducido grupo de acreedores de alguna clase bloquee el plan de reestructuración e incluso se evita que una o varias clases enteras de acreedores lo hagan si el juez considera que el plan no los discrimina injustamente.

En el caso de la deuda soberana, no existe un procedimiento legal al que pueda apelar un país con problemas de pago de deuda para afrontar los problemas de acción colectiva entre los acreedores presentes en las tres fases descritas anteriormente. En el primer momento en que enfrenta problemas de pago, no hay ningún ordenamiento jurídico que lo proteja durante un cierto periodo de los intentos de cobro de sus acreedores. En una segunda fase, tampoco puede obtener financiamiento fresco para poder seguir funcionando que tenga prioridad en su pago sobre la deuda anteriormente contraída. Finalmente, en una tercera fase, tampoco existe un organismo internacional que pueda hacer obligatoria la reducción de la deuda pactada por una mayoría suficiente de acreedores sobre el desacuerdo de una posible minoría de ellos.

<sup>7</sup> Por mayoría cualificada se entiende que se requiere la aprobación de un porcentaje preestablecido mayor a 50%, típicamente de dos tercios o de 75% de los votos.

Un nuevo ordenamiento internacional que regule la reestructuración de la deuda soberana con problemas de pago permitiría afrontar los problemas de acción colectiva entre los acreedores en las tres fases recién descritas.

### **La falta de una jerarquía de prioridades de pago de la deuda soberana**

Adicionalmente, la regulación de la reestructuración de la deuda soberana permitiría dotarla de una característica que en su ausencia es difícil que adquiera: una jerarquía de prioridades de pago de los diferentes tipos de deuda. Esto es importante porque, como enfatizan Bolton y Skeel (2004), cuando no se establece y cumple una cierta prioridad en el pago de las deudas, existe un fuerte incentivo a que ante la aparición de problemas de pago de deuda, los deudores recurran a un mayor endeudamiento para efectuar dichos pagos y pospongan la atención de las causas que originaron los problemas y los ajustes pertinentes para afrontarlos.

Un hecho central para entender este fenómeno es que, a pesar de que el deudor no pueda generar ni siquiera los ingresos necesarios para cumplir con la deuda ya contraída, si no hay una jerarquía de prioridades de pago puede obtener nuevos recursos de otros prestamistas endeudándose aún más. Esto es así porque, bajo la cláusula *pari passu*, cualquier cantidad de recursos que el deudor destine al pago de su deuda deberá distribuirse entre sus acreedores en proporción a sus tenencias de dicha deuda. Entonces, si el deudor ofrece pagar una tasa de interés suficientemente alta por un nuevo préstamo, puede aumentar el monto de la deuda que terminará debiendo al nuevo prestamista y, por tanto, la proporción que reciba este prestamista de los pagos totales de deuda que efectúe el deudor, hasta el punto que resulte rentable para el nuevo prestamista efectuar el préstamo. En otras palabras, cuando no hay una jerarquía de prioridades de pago bien establecida, el deudor puede contratar nuevos préstamos diluyendo las deudas previas.

Sin embargo, si los acreedores iniciales anticipan la posibilidad de esta dilución posterior de la deuda, exigirán una mayor tasa de interés. El resultado final de la ausencia de prioridades en el pago de la deuda es entonces la posposición de ajustes en las economías, cuando éstos sean requeridos, un mayor endeudamiento, que se usa para posponer el ajuste, una dilución de la deuda inicial, y una mayor tasa de interés, derivada de la expectativa de la dilución de la deuda.

Notemos que, en cambio, si la deuda inicial tuviera prioridad sobre la deuda nueva, entonces el deudor no podría obtener el préstamo adicional: el

préstamo nuevo sólo podría empezar a recibir pagos cuando se hubiera pagado el inicial y, puesto que éste no se puede pagar en su totalidad, no se hará ningún préstamo nuevo.

En el ámbito doméstico, una de las funciones del código de bancarrota es que establece las prioridades en caso de que se tengan que reestructurar los pasivos de una empresa. En cambio, en el ámbito internacional, la deuda soberana en la práctica, en caso de problemas de pago, es difícil que respete las prioridades de pago contractualmente acordadas.

Bolton y Skeel (2004) mencionan a este respecto el caso de la crisis de deuda de Ecuador en 1999. Ecuador había emitido bonos Brady cuyo pago estaba respaldado por un colateral y también bonos sin ese respaldo, por lo que había la percepción (Bolton y Skeel, 2004) de que el pago de los primeros tendría prioridad sobre el pago de los segundos. Sin embargo, al surgir los problemas financieros y emprenderse la reestructuración de la deuda, los primeros acreedores con los que Ecuador estableció negociaciones para aliviar el pago de su deuda fueron los tenedores de los bonos respaldados por colateral. Es decir, los primeros acreedores que proporcionaron un alivio de deuda y, en este sentido, renunciaron a sus derechos contractuales iniciales, fueron paradójicamente los que contaban con un colateral que garantizaba sus pagos. De esta forma, las prioridades contractuales establecidas no se respetaron.

Debido al papel que ha jugado como punto de referencia en varias propuestas de un nuevo ordenamiento internacional la legislación de bancarrota de Estados Unidos, veamos cómo se hacen cumplir las prioridades de pago en el proceso de reestructuración de una empresa bajo el capítulo 11 del código de bancarrota de Estados Unidos.

La empresa propone un plan de reorganización que especifica cómo quedará la deuda que tenía con cada una de las clases de acreedores. Para esto, previamente se deben agrupar las diferentes deudas de la empresa en diferentes clases.

El plan de reorganización se somete a votación y para ser aprobado debe obtener la aceptación de una mayoría cualificada (de dos tercios) en cada una de las clases de acreedores. Si esto no ocurre, se pueden proponer otros planes alternativos, tanto por la empresa como, eventualmente, por los acreedores. Nuevamente, la aprobación de un plan requiere que una mayoría cualificada de cada una de las clases de acreedores lo apruebe.

Si no se llega a un acuerdo, el juez puede ordenar la implementación de un plan de reorganización que no haya sido aprobado en votación, en un proceso conocido como *cram-down*. En este procedimiento las nuevas obligaciones del deudor se fijan de manera que se respete la regla de priori-

dad absoluta; es decir, se debe pagar íntegramente a la clase de acreedores disidentes<sup>8</sup> antes de efectuar pago alguno a las clases de acreedores con una prioridad de pagos inferior. Asimismo, se debe respetar la protección del *best interest*, que consiste en que si el plan otorga a una clase de acreedores menos de lo que obtendría en caso de liquidación de la empresa, esta clase de acreedores debe aprobar el plan por unanimidad (no sólo por mayoría cualificada).

Veamos qué ocurre con el respeto a las prioridades de pago bajo el esquema anterior. Primero notemos que cuando un plan de reorganización se somete a votación, no se agrupa en un mismo conjunto a todos los acreedores. Lo que pasa es que si se pidiera una mayoría (aun siendo cualificada) solamente del conjunto total de acreedores, se podrían violar las prioridades de pago de manera significativa. Podría ser, por ejemplo, que una clase con más prioridad en el pago tuviera sólo 10% de la deuda y una con una prioridad de pago inferior el 90% restante. Entonces, la clase con una prioridad de pago superior quedaría totalmente desprotegida: no se requeriría ni un solo voto suyo para aprobar una propuesta por mayoría cualificada, por lo que incluso una propuesta que fuera muy desfavorable a ella podría ser aprobada. En cambio, al exigirse la aprobación de cada clase de acreedores se evita esta eventualidad.

Sin embargo, puesto que la clase de acreedores con una prioridad de pago inferior también puede bloquear cualquier propuesta, este método de votación no inclina la balanza a favor de ninguna clase de acreedores. Aquí es donde aparece el *cram-down*: el juez puede imponer una propuesta que considere justa si respeta la prioridad de los pagos. Bolton y Skeel (2004) apuntan que, aunque el *cram-down* no era muy usado en el pasado, se ha hecho cada vez más común, lo que ha incidido en una reducción significativa de las desviaciones de la regla de prioridad absoluta.

### Las cláusulas de acción colectiva

Otro de los mecanismos que se han propuesto para solucionar los problemas de acción colectiva en los contratos de deuda soberana son las llamadas Cláusulas de Acción Colectiva (CACs). Estas cláusulas especifican que si una mayoría cualificada de los acreedores (usualmente 75%) está de acuerdo con modificar las características inicialmente pactadas del contrato de deuda, esta modificación se llevará a cabo aunque la minoría restante no esté de

<sup>8</sup> Es decir, la clase de acreedores que no está de acuerdo con el plan de reorganización.

acuerdo. Con esto se evita que una pequeña minoría de los acreedores bloquee la reestructuración de la deuda.<sup>9</sup>

Las cláusulas de acción colectiva ayudan entonces a solucionar parte de los problemas que surgen para afrontar las crisis de deuda soberana a que hemos aludido anteriormente. Sin embargo, dejan algunos sin resolver:

Una primera limitante es que, puesto que se aplican a una determinada emisión de bonos, no resuelven el problema de la coordinación entre las distintas emisiones de bonos. Además, no abarcan la totalidad de la deuda del país, en particular no incluyen la deuda bancaria. Como ejemplo de la importancia de esta limitante, pensemos en la crisis de deuda latinoamericana de la década de los ochenta del siglo pasado: gran parte de esta deuda se tenía directamente con bancos privados de países desarrollados. Más concretamente, de acuerdo a Sachs y Huizinga (1987) se tenían 200 mil millones de dólares de deuda bancaria, de la cual 75 mil millones se debían a bancos estadounidenses, 40 mil millones a bancos británicos y 30 mil millones a bancos japoneses, y el resto a bancos de otros países.

Una segunda limitante es que las cláusulas de acción colectiva no proveen de un mecanismo que ayude a que durante el proceso de reestructuración de la deuda el país reciba financiamiento fresco que le permita seguir funcionando. Sabemos que, a diferencia de un código de bancarrota, que permite que el deudor contrate préstamos vitales para el funcionamiento de la empresa con prioridad de pago sobre la deuda previa, las cláusulas de acción colectiva no lo hacen. En principio, es posible que la mayoría cualificada de acreedores apruebe tal financiamiento. Pero las negociaciones necesarias para esta aprobación ocasionan una demora incompatible con la rapidez que requiere el otorgamiento de este tipo de préstamos para que sean útiles. Este problema se exagera si el deudor tiene diferentes emisiones de bonos: las cláusulas de acción colectiva no permiten la obtención de financiamiento fresco con la rapidez necesaria.

Una tercera limitante es que las cláusulas de acción colectiva tampoco permiten obtener las ventajas que brinda dotar de una jerarquía de prioridades de pago que efectivamente se haga cumplir en caso de que el deudor enfrente dificultades en el servicio de su deuda. Como enfatizan Bolton y Skeel (2004), en el mercado de deuda soberana es mucho más difícil que se respeten las prioridades de pago que en los mercados domésticos. Esto se debe en parte a que en estos últimos es más fácil proveer un colateral que sirva de garantía explícita al pago de una deuda concreta; pero incluso cuando la deuda soberana tiene un colateral que contractualmente respalda su pago, es po-

<sup>9</sup> Eichengreen, Kletzer y Mody (2003) proporcionan un tratamiento teórico de las CACS.

sible que en el proceso de renegociación derivado de una crisis de deuda, el orden de prioridades esperado no se respete en la práctica, como en el caso de la deuda ecuatoriana mencionada líneas arriba.

### **La propuesta del FMI de los años 2001-2002**

Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del Fondo Monetario Internacional, hizo una propuesta de un mecanismo de reestructuración de deudas soberanas en el año 2001, y al año siguiente presentó una segunda versión de ese mecanismo con algunas modificaciones.

Krueger (2001) señala que, aunque el modelo que propone está basado en el de una corte de bancarrota al interior de un país, prefiere pensarlo como un mecanismo internacional de reestructuración, debido a las diferencias de la deuda soberana con la deuda doméstica. Este mecanismo proveería un marco legal al que podría acudir un país con una deuda insostenible, que lo protegería contra las acciones de sus acreedores mientras se negociara la deuda y se pusieran en práctica políticas que evitaran la repetición de la situación de insostenibilidad.

De manera sucinta, el mecanismo propuesto en Krueger (2001) funcionaría de la siguiente forma:

Primero, el país deudor acudiría al FMI para solicitar la activación del mecanismo por considerar que su deuda es insostenible. Si el FMI coincidiera con dicha apreciación, el país estaría autorizado a suspender temporalmente los pagos de la deuda y los acreedores estarían impedidos de establecer litigios para tratar de cobrar las deudas.

Segundo, durante el periodo de suspensión de pagos, que Krueger (2001) estima de una duración de varios meses, el mecanismo debería asegurar que: *i)* el país estuviera adoptando políticas económicas consistentes y, *ii)* no existiera una salida de recursos del país, lo que presumiblemente implicaría la imposición de controles de cambio por un periodo limitado.

Tercero, para que el país obtuviera nuevo financiamiento privado para su funcionamiento, se permitiría la contratación de dicho financiamiento con prioridad de pago sobre la deuda antigua. Asimismo, también recibiría financiamiento del FMI, que estaría respaldando la política económica adoptada por el país.

Cuarto, el país negociaría con sus acreedores la reestructuración de la deuda y, si tanto el deudor como una mayoría cualificada de acreedores llegaran a un acuerdo, éste sería válido independientemente de la aprobación del resto de los acreedores. Krueger (2001) enfatiza que esta característica

del mecanismo impediría que algunos acreedores minoritarios disidentes exigieran el pago inicialmente pactado y trataran de obtenerlo legalmente usando los fondos destinados a pagar a los acreedores que sí renegociaran. Menciona también que sería necesario acudir a una instancia distinta al FMI para resolver disputas entre acreedores o entre ellos y el deudor. Krueger (2002) menciona que se necesitaría un órgano judicial independiente, y apunta la posibilidad de jueces con una duración limitada seleccionados de un panel independiente.

La propuesta anterior sufrió algunas modificaciones y precisiones unos meses después. En la propuesta modificada, presentada en Krueger (2002), se reduce el papel que el FMI jugaría en todo el mecanismo, y se subraya que los protagonistas del esquema, los tomadores de decisiones, deberían ser el deudor y una mayoría cualificada de acreedores, no el FMI.

Por ejemplo, en su propuesta de 2001 Krueger indicaba que el mecanismo se activaría si el Fondo respaldaba una petición del deudor, y hablaba de que la suspensión de pagos resultante duraría “probablemente varios meses”, mientras que el país negociaba con sus acreedores. Asimismo, hablaba del establecimiento de un periodo máximo, pasado el cual la continuación de la protección legal del país frente a sus acreedores requeriría la aprobación de una mayoría cualificada de ellos, para asegurarse de que el deudor no abusara del mecanismo. En cambio, algunos meses más tarde, en su propuesta de 2002, el papel del FMI aparecía muy reducido, y el de los acreedores aumentado: se indicaba que “si se considerara esencial”, el FMI podría activar el mecanismo y proteger al país deudor contra la acción legal de sus acreedores, y se hablaba de que esta aprobación sería por un periodo breve —se mencionaba 90 días—.

Es claro el cambio en el rol del FMI: en la propuesta de 2001 el mecanismo lo iniciaría el FMI ante una petición del deudor; en la propuesta de 2002 se seguía admitiendo esta posibilidad; pero se reservaba a los casos en que “se considerara esencial”, y por un breve periodo (se mencionaba 90 días), pasado el cual necesariamente se requeriría la aprobación de una mayoría cualificada de acreedores. En la propuesta de 2001 se hablaba de que la suspensión de pagos inicial podría ser renovada de la misma manera que ocurre con los programas de ajuste apoyados por el FMI, si bien se mencionaba la posibilidad de establecer un periodo máximo, de duración no precisada, que requeriría la aprobación de la mayoría de acreedores. En cambio, en la propuesta de 2002, sólo la activación inicial del recurso podría ser aprobada por el FMI —en los casos en que se considerara esencial— por un breve periodo; pero pasado éste necesariamente se requeriría la aprobación de una mayoría de acreedores para prorrogarla.

Algo similar ocurre con el financiamiento nuevo requerido por el país deudor para seguir funcionando una vez activado el mecanismo, cuyo pago debe tener prioridad sobre el pago de la deuda antigua para incentivar que haya prestamistas dispuestos a proveerlo. En la propuesta de Krueger del año 2002 se precisa que sería una mayoría cualificada de acreedores la que tendría la facultad de dar prioridad de pago al financiamiento otorgado después de la activación del mecanismo sobre la deuda contraída con anterioridad. Este punto ha sido cuestionado por diversos autores (por ejemplo Bolton y Skeel, 2004) debido a que, ante la urgencia de recursos frescos necesarios para permitir el funcionamiento de la economía en una crisis financiera, el periodo requerido para alcanzar la aprobación de una mayoría cualificada de acreedores puede ser excesivo.

### **Establecer una jerarquía de prioridades de pago en el ámbito internacional**

Bolton y Skeel (2004) llaman la atención sobre el hecho de que la propuesta del FMI de los años 2001-2002 ignora el establecimiento de una prioridad de pago de las distintas deudas, y hacen una propuesta que sí contempla este aspecto.

Ellos plantean un procedimiento en dos etapas. En la primera etapa, el deudor hace una propuesta de cuánto debería reducirse su deuda global, sumando la deuda que tiene con sus diversos acreedores. Si esta propuesta es aprobada por la mayoría del conjunto de los acreedores (una posibilidad es que esta mayoría sea cualificada) entonces se pasa a la segunda etapa.

En la segunda etapa, el deudor nuevamente hace una propuesta, pero esta vez sobre cómo debe distribuirse el monto de la deuda reducida entre sus diferentes clases de acreedores. Esta propuesta debe ser aceptada por una mayoría cualificada de cada una de las diferentes clases de acreedores, como en el capítulo 11 del código de bancarrota de Estados Unidos. Si alguna clase de acreedores rechaza la propuesta, entonces se utiliza el procedimiento de "cramdown": se reduce la deuda que el país tenía con sus acreedores; pero no proporcionalmente, sino respetando las prioridades de pago: se empieza reduciendo la deuda de la clase con la prioridad más baja, se continúa con la siguiente, y así sucesivamente hasta que el monto global de la deuda sea igual al acordado en la primera etapa. Es decir, la asignación de la deuda global respeta el principio de que una clase de acreedores debe recibir el pago íntegro inicialmente acordado antes de que las clases con prioridad de pago inferior comiencen a recibir pago alguno.

Ahora, ¿cómo se clasifica la deuda total en diferentes clases y cómo se establecen las prioridades de pago? Bolton y Skeel (2004) establecen un principio básico muy sencillo: las deudas con una fecha de emisión anterior tienen una prioridad de pago superior a las deudas con una fecha de emisión posterior. Para evitar tener demasiadas clases de deuda (una para cada fecha de emisión), mencionan que una posibilidad es agrupar en una sola clase todas las deudas emitidas en el mismo año. A este principio se añade que se podrían tratar como clases distintas las deudas que específicamente tienen un colateral (garantía) —que se espera sean una proporción muy reducida—, deudas de crédito comercial y deudas con organismos internacionales o con otros gobiernos. Pero Bolton y Skeel (2004) se concentran en el estudio del resto de la deuda, es decir, de la deuda con acreedores privados sin garantía específica de pago.

Hay varias observaciones importantes sobre este método.

Primero, ¿cómo votarán en la primera etapa las distintas clases de acreedores?

Lo harán de acuerdo con su prioridad en el pago: los acreedores que tengan una muy elevada aceptarán una mayor reducción de deuda, pues esta disminución no recaerá sobre ellos pero sí impulsará la economía del país y hará entonces más probable el pago de la deuda reducida. En cambio, los acreedores con prioridades de pago más bajas preferirán una menor reducción de deuda, pues la reducción recaerá sobre ellos. Habrá entonces un “votante mediano”, una clase de acreedores con una prioridad de pago intermedio tal que sumando a dicha clase aquéllas con prioridad superior, se logre reunir la mayoría requerida para aprobar una propuesta del deudor. Al anticipar el sentido de la votación para cada posible valor de la reducción de la deuda, el deudor propondrá la mayor reducción de deuda entre las que sean aceptables para la clase de acreedores mediana.

Una consecuencia natural del método anterior es que los acreedores más recientes van a enfrentar un riesgo de impago muy alto si el país entra en dificultades financieras. Por ese motivo, un país con una deuda elevada difícilmente encontrará acreedores dispuestos a otorgarle nuevos préstamos: dichos préstamos serán los últimos en recibir algún pago en caso de incumplimiento. Pero esta característica es en realidad una virtud central de la propuesta: evita el sobreendeudamiento, pues hace a los prestamistas enfrentar las consecuencias negativas que puede generar prestar a un país que ya tiene una deuda elevada.<sup>10</sup> Para que este mecanismo funcione, sin em-

<sup>10</sup> Desde luego, la situación es distinta cuando se intenta obtener recursos frescos después de que el país ha solicitado la activación del mecanismo de reducción de deuda. Esto es aná-

bargo, es importante que los prestamistas potenciales tengan conocimiento del monto de deuda acumulada del país. En efecto, si un país puede ocultar un elevado monto de deuda, un prestamista puede otorgarle un préstamo pensando que el riesgo que enfrenta es menor al que realmente existe. Por otro lado, si los prestamistas están conscientes de que el país puede ocultar su nivel de deuda acumulada, serán reacios —como apuntan Bolton y Skeel (2004)— a otorgarle préstamos incluso si tiene niveles de deuda bajos, por el temor a que posteriormente se revele que en realidad la deuda era mayor a la esperada, y esto los deje como acreedores de un país insolvente, situados además al final de una larga cola de otros acreedores.

Por estos motivos, un elemento importante en la propuesta de Bolton y Skeel es el establecimiento de una cámara de compensación global que mantenga datos fiables del endeudamiento soberano.

### **Razones del abandono de la propuesta del FMI y la experiencia de Estados Unidos**

La propuesta presentada por Krueger, en cualquiera de sus dos versiones, no prosperó. El FMI no prosiguió con ella y en cambio en los años siguientes sí se popularizó el uso de las CACS. ¿Por qué ocurrió esto?

Gran parte de la explicación a tal desenlace se podía vislumbrar ya en la propuesta de Krueger de 2001, cuando reconocía la dificultad política de que los países miembros del FMI aceptaran restringir la facultad de sus ciudadanos de litigar contra los gobiernos extranjeros para tratar de cobrar sus deudas. Como señala Frankel (2003), desde la propuesta pionera de Sachs en 1995, diversos observadores (como Eichengreen, 1999) consideraban el planteamiento como irreal desde el punto de vista político. La razón era que los países acreedores no estarían dispuestos a otorgar a una entidad supranacional el poder de decretar una suspensión de pagos o los términos de una reestructuración de deuda soberana.<sup>11</sup>

Ya en el año 2003, Frankel (2003) sugería intentar modificar el enfoque para enfrentar las crisis de deuda soberana siguiendo las dos rutas: CACS y un nuevo ordenamiento internacional, pues a su juicio no eran incompatibles.

---

logo a la diferencia que existe entre la valoración negativa del incremento de la deuda de una empresa que para crecer deteriora su situación financiera e incrementa el riesgo de bancarrota, y la misma empresa si ya ha caído en bancarrota, para la cual resulta positivo obtener recursos para pagar a sus empleados, el mantenimiento de sus instalaciones, evitar su deterioro y realizar otras actividades vitales para preservar su valor.

<sup>11</sup> Eichengreen (1999), citado por Frankel (2003).

Y añadía que la segunda ruta incentivaba a la comunidad financiera a ser menos renuente a usar las CACS, pues las preferían al nuevo ordenamiento internacional. Esto apunta a la idea de que quizás la propuesta de un nuevo mecanismo internacional de reestructuración de deudas del FMI de 2001-2002, aunque no se instrumentó, sí ayudó a que se popularizaran las CACS.

Bolton (2003) aborda una dificultad política concreta: menciona que medidas como la imposición de la suspensión de pagos o el carácter vinculante de las resoluciones de una mayoría cualificada de acreedores requieren la modificación de los artículos del acuerdo del FMI (*IMF's articles of agreements*), y esta modificación requiere, a su vez, de 85% de los votos de los países miembros. Puesto que Estados Unidos tiene más de 15% de dichos votos, se precisa su apoyo para aprobar una iniciativa con las características señaladas. Y aquí aparece una barrera política de difícil solución pues, desde la óptica de Bolton, no se aprecia el apoyo político necesario para una iniciativa de este tipo en el Congreso de Estados Unidos, que es el órgano que tendría que aprobarlo. Frankel (2003) concuerda con este punto de vista: tampoco considera que el Congreso estaría dispuesto a ceder soberanía a una instancia internacional.

Sin embargo, ante esta visión pesimista, Bolton (2003) recuerda que en el siglo XIX la idea de establecer un procedimiento de bancarrota en Estados Unidos enfrentó una oposición muy fuerte y, de hecho, en varias ocasiones se derogaron procedimientos de bancarrota que habían sido adoptados sólo unos pocos años antes. A pesar de estas dificultades, eventualmente se estableció un procedimiento de bancarrota de manera definitiva y la idea fue plenamente aceptada. En este sentido, la historia de la implementación del procedimiento de bancarrota en Estados Unidos arroja una visión más positiva para su eventual adopción en el ámbito internacional.

Una nota de cautela ante esta idea es que, según Frankel (2003), mientras que los granjeros y otros deudores tenían un peso político importante en Estados Unidos en el siglo XIX, los países en desarrollo no lo tienen. Adicionalmente, según su apreciación, hasta el año 2003 los países deudores no se habían mostrado muy entusiasmados con la idea del marco regulatorio internacional, y menciona que es posible que esto se deba al temor de que mostrarse partidario de estas iniciativas sea interpretado por los mercados como una señal de que el país tiene intenciones de incumplir el pago de su deuda y usar ese mecanismo, lo que perjudica su reputación. Otra explicación a esa cautela de parte de los países deudores es el temor de que ocasione un incremento en el costo del financiamiento.

## Lecciones de los temores sobre las CACS para un nuevo ordenamiento internacional

Diversos autores han alertado sobre la posibilidad de que algún mecanismo internacional de reestructuración de deudas soberanas, en la línea del propuesto por Krueger (2001; 2002), genere consecuencias negativas. Una de ellas es la reducción del financiamiento a los gobiernos de los países en desarrollo. Otra es un incremento en las tasas de interés de dicho financiamiento. A este respecto, la experiencia de la inclusión de CACS en los contratos de deuda soberana puede proveer información relevante. A fines del siglo pasado y principios del presente, los países en desarrollo estaban renuentes a usar dichas cláusulas y, de acuerdo con algunos estudiosos del tema (Kenen, 2002), dicha renuencia obedecía al temor de que incrementaran el costo del endeudamiento. Más aún, las CACS están encaminadas a solucionar, al igual que un nuevo ordenamiento internacional de reestructuración de deuda soberana, los problemas de acción colectiva que surgen cuando la deuda es insostenible. En este sentido, comparten los beneficios de tal ordenamiento,<sup>12</sup> si bien no los abarcan en todas sus dimensiones, como hemos explicado anteriormente. Por otra parte, también comparten el lado negativo: el riesgo de relajar la disciplina de pago, de hacer menos probable que los deudores paguen la deuda en los términos inicialmente pactados.

Entonces, las CACS, al igual que un nuevo ordenamiento internacional de reestructuración de deudas, pueden *a priori* encarecer o abaratar el crédito: lo pueden abaratar porque en caso de problemas de pago permitirán una reestructuración eficiente, evitarán una pérdida de producto, y beneficiarán tanto al deudor como al conjunto de sus acreedores. Pero lo pueden encarecer porque los prestamistas anticipen que el país deudor será más proclive a incumplir sus compromisos de pago, por lo que requieran un mayor rendimiento que compense dicha eventualidad. Cuál de estos dos efectos sea mayor es una cuestión empírica. Pero, a diferencia de un nuevo ordenamiento internacional, que no se ha instaurado, las CACS sí se han utilizado, por lo que existe evidencia que ha sido analizada y que puede resultar relevante.

En un estudio empírico reciente, que evita los problemas en que incurrieron los estudios pioneros sobre este tema<sup>13</sup> —en parte gracias a la mayor

<sup>12</sup> Más precisamente, los beneficios se derivan de que, en caso de que el país enfrente problemas de pagos, facilitan una reestructuración ordenada de la deuda, que contribuye a una mejor evolución de la economía del país, que puede favorecer tanto al deudor como al conjunto de los acreedores.

<sup>13</sup> Dos de las críticas más importantes a los estudios pioneros del impacto de las CACS sobre las tasas de interés de los bonos soberanos son: *i*) el uso de la ley bajo la cual se realizó

disponibilidad de bases de datos—, Bardozzetti y Dottori (2014) encuentran que el efecto de los CACS sobre las tasas de rendimiento que ofrecen los bonos soberanos tiene una forma de U, de acuerdo con el *rating* (calificación crediticia) del emisor. Más precisamente, encuentran que las CACS no afectan las tasas de rendimiento de los emisores situados en los extremos de la escala de *rating*, pero sí disminuyen el rendimiento proporcionado por los emisores en la mitad de dicha escala. La interpretación de Bardozzetti y Dottori (2014) es la siguiente: para los emisores hacia la mitad de la escala de *rating*, la probabilidad de incumplimiento no es minúscula. Y es precisamente cuando hay un incumplimiento que las CACS son útiles, pues facilitan una reestructuración ordenada de la deuda. Por eso su inclusión es benéfica y se traduce en que el deudor pueda ofrecer un menor rendimiento por sus bonos. En cambio, para los emisores con un *rating* muy elevado, es muy improbable que haya incumplimiento y que se requiera la reestructuración que facilitan las CACS. Por eso no tiene impacto. En el otro extremo, para los emisores con un *rating* muy bajo, existe el temor de que la inclusión de las CACS se traduzca en una mayor probabilidad de que incumplan sus compromisos financieros, y esto elimine el efecto benéfico de una reestructuración ordenada.

Pese a sus resultados, Bardozzetti y Dottori (2014) reconocen que aún no emerge un consenso sobre el efecto de las CACS en el rendimiento exigido a los bonos que las incluyen. Sin embargo, el hecho de que en ninguna de sus especificaciones la inclusión de las CACS origine un incremento en el rendimiento de los bonos es un hallazgo alentador, en el sentido de que se trata de un estudio reciente que toma en cuenta y evita los problemas de los estudios pioneros y no avala el temor de que las CACS ocasionen que los bonos que las incluyan deban ofrecer un mayor rendimiento para ser aceptados en el mercado.

---

la emisión como variable proxy de si el bono incluía o no CACS. El supuesto era que los bonos emitidos bajo la ley de Estados Unidos no tenían CACS, mientras que los que se emitían bajo la ley del Reino Unido sí las incluía. Este supuesto se hacía debido a la ausencia de bases de datos que especificaran si las emisiones de bonos incluían CACS. Sin embargo, Gugiatti y Richards (2004) encontraron que este supuesto no era correcto, pues detectaron una cantidad sustancial de bonos con CACS emitidos bajo la ley de Estados Unidos. Asimismo, también había bonos sin CACS emitidos bajo la ley del Reino Unido. La segunda crítica, debida a Becker, Richards y Thaicharoen (2003), era que por razones técnicas —para evitar endogeneidad— era preferible usar datos del mercado secundario de deuda y no del mercado primario, como se hacía en los estudios pioneros.

## Comentarios finales

En este artículo hemos examinado la propuesta de creación de un ordenamiento jurídico que regule la reestructuración de las deudas soberanas cuando alcanzan niveles insostenibles. Hemos analizado las razones que ocasionan que la actuación descentralizada de los agentes participantes en una crisis de deuda soberana no permita una reestructuración ordenada de ella y provoque resultados que suponen costos elevados que podrían ser evitados. Hemos comparado la forma en que se solucionan los problemas de sobreendeudamiento en el ámbito internacional con lo que ocurre al interior de un país, poniendo especial atención en el caso del código de bancarrota de Estados Unidos, debido a que ha sido utilizado como punto de referencia en diversas propuestas de creación de un marco legal internacional para afrontar las crisis de deuda. Finalmente, hemos señalado las razones por las que no prosperó la propuesta del FMI de crear un marco regulatorio en los años 2001-2002 y cómo la experiencia tanto de la implementación de las CACS, como del tortuoso camino que tuvo la adopción de un código de bancarrota en Estados Unidos, mitigan la idea de que no es políticamente factible la eventual adopción del ordenamiento internacional estudiado.

Terminamos esta sección final haciendo referencia a los ejemplos mencionados al inicio del artículo y a un posible curso de acción futuro.

Respecto al primer punto, recordemos que en los casos de Perú y Argentina mencionados al inicio del artículo, la compra de una pequeña parte de la deuda a precios muy bajos permitió a algunos inversionistas dificultar severamente la renegociación del pago de la deuda y, en el primer caso, obtener ganancias mucho mayores que el resto de acreedores. Bajo un ordenamiento internacional que regulara estas situaciones, dichos inversionistas no tendrían una capacidad negociadora tan grande y no estarían en posibilidad de impedir la renegociación de la deuda. Esto se debe a que las propuestas presentadas, con sus distintas variantes, están diseñadas precisamente para, entre otras cosas, impedir que lo hagan, al permitir que una mayoría suficientemente amplia de acreedores acuerde reducciones de la deuda del país que sean vinculantes para la totalidad de los acreedores, incluso aquéllos renuentes a aceptarlas.

Respecto al segundo punto, mencionemos que dos elementos que hemos subrayado: *i*) las ventajas de las CACS y, *ii*) los obstáculos políticos para la instrumentación de una regulación más amplia, sugieren naturalmente el siguiente curso de acción: *i*) continuar profundizando en el uso de las CACS y, *ii*) buscar la instrumentación de un ordenamiento internacional más comprensivo; pero siguiendo un enfoque gradual. Se trataría de consensuar primero

aquellos elementos comunes a las distintas propuestas que generaran menos resistencia de los gobiernos acreedores. Desde el punto de vista de la posibilidad de superar los obstáculos políticos, esto es más realista que tratar de instrumentar desde el principio alguna propuesta de ordenamiento internacional en su totalidad.

Recibido: noviembre de 2014

Revisado: febrero de 2015

Correspondencia: El Colegio de México/Camino al Ajusco 20/Pedregal de Sta. Teresa/C.P. 10740/Ciudad de México/correo electrónico: jfernand@colmex.mx

## Bibliografía

- Bardozzetti, Alfredo y Davide Dottori (2014), "Collective Action Clauses: how Do They Affect Sovereign Bond Yields?", *Journal of International Economics*, vol. 92, núm. 2, pp. 286-303.
- Becker, Torbjorn, Anthony Richards y Yunyong Thaicharoen (2003), "Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly?", *Journal of International Economics*, vol. 61, núm. 1, pp. 127-161.
- Bolton, Patrick (2003), "Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice around the World", *IMF Staff Papers*, vol. 50, pp. 41-71.
- Bolton, Patrick y David A. Skeel (2004), "Inside the Black Box: how Should a Sovereign Bankruptcy Framework be Structured", *Emory Law Journal*, vol. 53, pp. 763-822.
- Eichengreen, Barry (1999), *Towards a New International Financial Architecture*, Washington, Institute for International Economics.
- Eichengreen, Barry, Kenneth Kletzer y Ashoka Mody (2003), *Crisis Resolution: Next Steps*, NBER Working Paper 10095, National Bureau of Economic Research.
- Fernández-Ruiz, Jorge (1996), "Debt and Incentives in a Dynamic Context", *Journal of International Economics*, vol. 41, núm. 1, pp. 139-151.
- Frankel, Jeffrey A. (2003), "Comment on 'Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice around the World'", *IMF Staff Papers*, vol. 50, pp. 72-81.
- Goldberg, Linda y Mark Spiegel (1992), "Debt Write-Downs and Debt-Equity Swaps in a Two-Sector Model", *Journal of International Economics*, vol. 33, núms. 3-4, pp. 267-283.
- Gugiatti, Mark y Anthony Richards (2004), "The Use of Collective Action Clauses in New York Law Bonds of Sovereign Borrowers", *Georgetown Journal of International Law*, vol. 35, pp. 815-836.

- Gulati, Mitu y Kenneth Klee (2001), "Sovereign Piracy", *The Business Lawyer*, vol. 56, núm. 2, pp. 635-651.
- Kenen, Peter (2002), "The International Financial Architecture: Old Issues and New Initiative", *International Finance*, vol. 5, núm. 1, pp. 23-45.
- Krueger, Anne (2002), "New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: an Update on or Thinking", conferencia en el Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards, Washington, Institute for International Economics, 1° de abril.
- Krueger, Anne (2001), *International Financial Architecture for 2002: a New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, IMF Discussion Paper, Washington, International Monetary Fund.
- Krugman, Paul (1988), "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang: Some Analytical Notes", *Journal of Development Economics*, vol. 29, núm. 3, pp. 253-268.
- Monteleone, Theresa (2013), "A Vulture's Gamble: High-Stakes Interpretation of Sovereign Debt Contracts in NML Capital, Ltd v Republic of Argentina", *Capital Markets Law Journal*, vol. 8, núm. 2, pp. 149-165.
- Richards, Anthony y Mark Gugiatti (2003), "Do Collective Action Clauses Influence Bond Yields? New Evidence from Emerging Markets", *International Finance*, vol. 6, núm. 3, pp. 415-447.
- Sachs, Jeffrey D. (1995), *Do We Need an International Lender of Last Resort*, Frank D. Graham Lecture, Princeton, Princeton University Press.
- Sachs, Jeffrey D. (1989), "The Debt Overhang of Developing Countries", en G. Calvo, R. Findlay, P. Kouri y J. Braga de Macedo (comps.), *Debt, Stabilization and Development. Essays in Memory of Carlos Díaz-Alejandro*, Cambridge, Blackwell, pp. 80-102.
- Sachs, Jeffrey D. y Harry Huizinga (1987), "US Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis", *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 555-601.

### Acerca del autor

Jorge Fernández es doctor en economía por la Universidad Autónoma de Barcelona y profesor-investigador del Centro de Estudios Económicos de El Colegio de México. Sus áreas de interés son organización industrial y modelos de deuda externa. De sus producciones recientes citamos, en coautoría con Miguel García-Cestona, "Information Sharing and Lending Market Competition under Strong Adverse Selection", *SERIEs. The Journal of the Spanish Economic Association*, vol. 4, núm. 2, 2013, pp. 235-245; y "La República de Mauricio y la superación de los obstáculos al desarrollo económico", *Estudios de Asia y África*, vol. 48, núm. 3, 2013, pp. 717-751.