

Deuda Soberana y Cuasi-Soberana

Últimos avances en materia de Cláusulas de Acción Colectiva y *Pari Passu*
29 de Septiembre de 2015

Andrés de la Cruz

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

Agenda

- Eventos Recientes en el Mercado de Bonos Soberanos
- Diario A - “Ajustar los Contratos”
 - Clausulas de Acción Colectiva (CACs)
 - ¿Qué son las Clausulas de Acción Colectiva?
 - CACs de 1ra Generación
 - CACs de 2da Generación
 - CACs de 3ra Generación
 - El Problema Actual con las CACs
 - Clausula Pari Passu
 - Lenguaje Modelo
 - Análisis por país previo a la Guía de ICMA y el Tesoro de los Estados Unidos
 - Nuevos Estándares de Mercado
- Diario B - “Ajustar el Marco Normativo”
 - Eventos recientes
- Conclusión

Eventos Recientes en el Mercado de Bonos Soberanos

- **2001** – Argentina abandona la paridad cambiaria y anuncia la moratoria en el pago de los bonos soberanos
- **2003** – Uruguay reprograma su deuda para evitar el *default*
- **2005** – República Dominicana emerge del *default* – Argentina lanza su primer canje de deuda
- **2006** – Irak reestructura su deuda
- **2009** – Crisis en la Eurozona
- **2010** – Argentina lanza su segundo canje de deuda
- **2011/12** – Grecia completa la reestructuración del 95% de su deuda con acreedores privados
- **2012** – Ucrania afronta una grave crisis económica
- **2014** – Los tribunales de Nueva York imponen cumplimiento de su orden de pago igualitario (*pari passu*) afectando parte de la deuda emitida por Argentina en 2005/2010. Argentina entra en *default* técnico
- **2015** – Puerto Rico anuncia la moratoria en el pago de \$58 millones

Eventos Recientes en el Mercado de Bonos Soberanos

NML capital v. Argentina: el caso NML Capital v. Argentina ha enfocado la atención, tanto de deudores soberanos como de inversores, sobre la cláusula *pari passu*, a menudo incluida en los términos y condiciones de notas soberanas. Además de las preguntas relativas al significado de ésta cláusula y el alcance de los recursos legales que pueden derivarse según una u otra interpretación, la discusión se ha centrado en las ventajas sistémicas de reducir al mínimo, o erradicar completamente, la posibilidad de que los acreedores disidentes (*holdout creditors*) bloquen o frustren una reestructuración de deuda soberana.



¿Qué nos dice el “diario del lunes” sobre las enseñanzas del caso Argentina?

Diario A	IMF / UST / EUROZONE / ICMA	“Ajustar los Contratos”
Diario B	Asamblea General de las Naciones Unidas / G77 + China	“Ajustar el Marco Normativo”



DIARIO A

“Ajustar los Contratos”

Clausulas de Acción Colectiva (CACs) – Trasfondo.

- Los términos contractuales de los bonos regidos por ley de Nueva York generalmente requieren el consentimiento unánime de los tenedores si lo que se busca es modificar las condiciones de pago.
- ¿Por qué? porque la documentación de bonos regida por ley de Nueva York asume que el emisor será capaz de pagar sus deudas y, por ello, no proporciona un mecanismo para una reestructuración voluntaria. Esto es consistente con el marco legal que se activa en los procesos de bancarrota, cuando los deudores ya no son capaces de honrar sus deudas a su vencimiento.
- Otros sistemas jurídicos han adoptado "cláusulas de acción colectiva" como parte del marco contractual, incluso con respecto a las condiciones de pago.
 - Las CACs permiten que una mayoría de los acreedores negocie una reestructuración consensuada con el deudor.
 - Los *holdout creditors* se ven obligados por la decisión de la mayoría y no pueden bloquear un acuerdo o extraer una concesión distinta del emisor.
- Las CAC también pueden ser útiles en las operaciones voluntarias de administración de deuda (*liability management transactions*).

¿Qué son las Clausulas de Acción Colectiva?

- Clausulas que permiten modificar las condiciones de pago con el consentimiento de un numero menor a la totalidad de los tenedores de títulos. Ejemplos:
 - Extender la fecha de vencimiento
 - Reducir la tasa de interés o monto de capital
- Normalmente se requiere el voto de una mayoría "calificada" o "agregada" (por ejemplo, 75 % o más) para cambios en las condiciones de pago (y los llamados "asuntos reservados").
- Desde principios de los años 2000, Cleary ha estado trabajando junto a diferentes soberanos en introducir cláusulas de acción colectiva en su documentación de bonos.
 - México (2003) – CACs de 1^{ra} generación (posteriormente adoptada por Chile en 2003).
 - Uruguay (2003) – CACs de 2^{da} generación (posteriormente adoptada por la República Dominicana, Argentina, Brasil y Perú, entre otros).
 - México, Chile, República Dominicana, Jamaica, Provincia de Buenos Aires (2014/2015) - CACs de 3^{ra} generación.

CACs de 1^{ra} Generación

- En 2003, México modificó su Contrato de Agencia Fiscal (*Fiscal Agency Agreement*) de 1992 para incluir cláusulas de acción colectiva de “1^{ra} generación”. Chile le siguió poco después.
- Umbrales:
 - Cuestiones No Reservadas: voto afirmativo de los tenedores de no menos de 66 2/3% del monto total del capital de los bonos en circulación de la serie a ser modificada.
 - Cuestiones Reservadas: voto afirmativo de los tenedores de no menos del 75% del monto total del capital de los bonos en circulación de la serie a ser modificada.
- Los votos se contabilizaban teniendo en cuenta a cada serie individualmente (*on a series by series basis*). No se contemplaban cláusulas de agregación que permitiesen la modificación de dos o más series de bonos conjuntamente.

CACs de 2^{da} Generación

- Agrupamiento:** Uruguay (luego seguido por otros soberanos, entre ellos la Argentina y la República Dominicana) incluyó en sus bonos regidos por ley de Nueva York una función de agrupamiento, lo que redujo el umbral para obtener el consentimiento en asuntos reservados de una serie específica a 66 2/3%, siempre y cuando se obtuviese el consentimiento del 85 % de todas las series a reestructurar (tomadas en agregado). El modelo uruguayo se detalla a continuación:

Uruguay (2003)	Cuestiones No Reservadas - Series Individuales	Cuestiones Reservadas - Series Individuales	Cuestiones Reservadas - Series Cruzadas
	El consentimiento de Uruguay y de los tenedores de no menos de 66-2/3% del capital total de los títulos de deuda de dicha serie en circulación.	El consentimiento de Uruguay y de los tenedores de no menos de 75% del capital total de los títulos de deuda de dicha serie en circulación.	El consentimiento de Uruguay y de (i) los tenedores de no menos del 85 % del monto de capital total de los títulos de deuda en circulación de todas las series que se verían afectados por dicha modificación (tomados en agregado); y (ii) los tenedores de no menos de 66-2/3% del monto de capital total de los títulos de deuda en circulación de esa serie (tomados individualmente)

Ejemplo de una enmienda válida en virtud de CACs de 2^{da} Generación

Serie 1

85/100

Serie 2

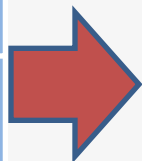
66,66/100¹

Serie 3

100/100

Serie 4

90/100



$$\frac{85+66,66+100+90}{100+100+100+100} = \frac{341,66}{400} = 85,41\%$$

1) Bajo CACs de 1ra generación, esta serie no hubiese podido ser modificada.

CACs de 3^{ra} Generación

- **Artículo del FMI:** en abril de 2013, el FMI publicó un documento en apoyo a CACs más robustas: “Hay mérito en considerar si es posible diseñar una cláusula de agrupamiento más robusta e introducirla exitosamente en bonos soberanos internacionales.”
- **Pérdida de una “pata”:** tras una serie de discusiones lideradas por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés), una asociación comercial que representa a los participantes de los mercados de capital de deuda, y el FMI, ambas entidades han salido en apoyo de proporcionar a los emisores múltiples opciones, incluyendo un mecanismo de agrupamiento de una “pata” (un solo umbral calculado sobre los votos de todas la series a ser modificadas en su conjunto) lo que eliminaría el requisito de que la enmienda propuesta sea aprobada por una determinada mayoría en cada serie en particular.
- En noviembre de 2014, México presentó CACs que incluyeron modificaciones para cuestiones reservadas para una serie individual, modificaciones de dos “patas” para series cruzadas y modificaciones de una “pata” para series cruzadas. México fue luego seguida por Chile, República Dominicana y Provincia de Buenos Aires, entre otros.

El Modelo de México

México (2014)	Cuestiones No Reservadas de Series Individuales	Cuestiones Reservadas - Series Individuales	Cuestiones Reservadas - Series Cruzadas (dos "patas")	Cuestiones Reservadas de Series Cruzadas (una "pata")
	<p>El consentimiento de México y de los tenedores del no menos de 66-2/3% del capital total de los títulos de deuda en circulación de dicha serie.</p>	<p>El consentimiento de México y de los tenedores de no menos de 75% del capital total de los títulos de deuda en circulación de dicha serie.</p>	<p>El consentimiento de Chile y de (i) los tenedores de no menos del 66-2/3 % del monto del capital total de los títulos de deuda en circulación de todas las series que se verían afectados por dicha modificación (tomados en su conjunto); y (ii) los tenedores de no menos del 50% del monto de capital total de los títulos de deuda en circulación de esa serie (tomados individualmente)</p>	<p>El consentimiento de Chile y de los tenedores de no menos del 75 % del monto de capital total de los títulos de deuda en circulación de todas las series que se verían afectados por dicha modificación (tomados en conjunto); siempre que se les ofrezca a todos los tenedores: (i) el mismo nuevo instrumento u otra consideración; o (ii) nuevos instrumentos u otra consideración de un menú idéntico de instrumentos u otras consideraciones (el requisito de "Aplicación Uniforme")</p>

Ejemplo de una enmienda válida en virtud de Modificaciones a Cuestiones Reservadas - Series Cruzadas (una “pata”)

Serie 1

95/100

Serie 2

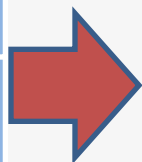
100/100

Serie 3

100/100

Serie 4

5/100



95+100+100+5

300

----- = ----- = 75%

100+100+100+100

400

Entes Cuasi-Soberanos y Corporaciones

- Entes cuasi-soberanos y corporaciones también han introducido recientemente cláusulas de acción colectiva en sus documentos de bonos en transacciones no registradas.
 - En junio de 2015, la *Comisión Federal de Electricidad* (CFE), una entidad Mexicana propiedad del Estado de México, introdujo CACs en su documentación de bonos que incluyó modificaciones para cuestiones reservadas para una serie individual, modificaciones de dos “patas” para series cruzadas y modificaciones de una “pata” para series cruzadas, siguiendo el modelo del Estado de México.
 - También en junio de 2015, Univar USA Inc., un distribuidor global de químicos líder en el mercado de Estados Unidos, modificó su documentación de bonos para incluir cláusulas de agrupamiento para series cruzadas para modificar:
 - Cuestiones no reservadas (con el consentimiento de la **mayoría** de los tenedores del monto total de los bonos afectados); y
 - Cuestiones reservadas (con el consentimiento de los tenedores de al menos **90%** del monto principal de los bonos afectados);
 - En cada caso, sujeto a la condición de que si la modificación afecta adversamente a una serie específica, se debe obtener el consentimiento de los tenedores de la mayoría de dicha serie.

Temas pendientes de resolver en torno a las CACs

- Las CAC se insertan en obligaciones contractuales. Por lo tanto, no son una solución para una reestructuración de deuda soberana de bonos emitidos en el marco de un contrato que no contenía dichas cláusulas.
- ¿Hay necesidad de migrar de bonos emitidos sin CACs o emitidos con CACs de primera o segunda generación a bonos con CACs de tercera generación CAC?
- Ejemplo: la República Dominicana, modificó sus obligaciones contractuales para incluir CACs de tercera generación en enero de 2015. En ese momento, la mayor parte de sus bonos en circulación contenían CACs de segunda generación.
- La República Dominicana no deseaba solicitar el consentimiento de los tenedores para modificar sus bonos en circulación e incluir CACs de tercera generación. Sin embargo, vio los beneficios de vincular los bonos emitidos con CACs de segunda generación con bonos emitidos con CACs de tercera generación. Incluyó una cláusula de transición en su *Indenture* de 2015 mediante la cual los votos de los bonos que contenían cláusulas de acción colectiva de segunda generación se contarían a los efectos de la modificación de los bonos que contenían CACs de tercera generación. Por lo tanto, una modificación cruzada a los bonos con CACs de tercera generación podrá tener en cuenta tanto a los tenedores de bonos con clausulas de 2da y 3ra generación.

Clausula *Pari Passu* - Trasfondo

- La decisión de la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito de Estados Unidos en el caso ***NML v República de Argentina***, dictada el 26 de octubre de 2012, desvirtuó la comprensión general del mercado sobre una cláusula contractual que se encuentra en la mayoría de los instrumentos financieros transfronterizos –la cláusula *pari passu* – introduciendo un nuevo riesgo en los acuerdos de préstamo regidos por ley de Nueva York. El 16 de junio de 2014, la Corte Suprema de los Estados Unidos se negó a revisar la decisión del Segundo Circuito .
- Esta clausula contiene, a menudo en una sola frase, tanto una declaración que garantiza que el instrumento de deuda en cuestión es de categoría similar (igual) en derecho de pago con toda la deuda actual y deuda futura no subordinada del prestatario y una promesa que este ranking se mantendrá inalterable en el futuro.
- La decisión del Segundo Circuito creó ambigüedad en torno a si los emisores han dado en el pasado, o pueden en el futuro dar, una promesa de "ranking de igualdad" a otro acreedor en virtud de otro instrumento de deuda.
- Sin embargo, en ***Export-Import Bank of China v. Grenada*** se limitó el alcance dado en la decisión NML a dicha cláusula al contexto de la reestructuración Argentina. La mera falta de pago de un Soberano que actúa de buena fe, la corte explicó, no activa el tipo de medidas que el Segundo Circuito confirmó en NML.
- **Backfire** – HSBC presentó muy recientemente, en una reestructuración de deuda privada ante una corte de Nueva York, una petición buscando un tratamiento *pari passu* de sus acreencias en conexión con un pedido de embargo por parte del fondo Aurelius de los bienes de OAS S.A.

Clausula *Pari Passu* – Lenguaje Modelo

- Además de la publicación de un lenguaje modelo para las CACs (para incorporar las CACs de tercera generación), en agosto de 2014 ICMA publicó un modelo de cláusula *pari passu* para títulos de deuda soberana.
- El modelo de cláusula *pari passu* de ICMA intenta mitigar el riesgo creado tras la decisión en el caso *NML Capital*, rechazando expresamente la interpretación de pago a prorrata (*ratable payment*) de las cláusulas *pari passu* en bonos soberanos.
- El 30 de octubre de 2014, el Tesoro de Estados Unidos presentó una clausula modelo con ciertas mejoras al modelo propuesto por ICMA. El lenguaje propuesto es el siguiente:
 - Los Bonos constituyen y constituirán Deuda Externa directa, general, incondicional y no subordinada de la República por la cual se compromete la plena fe y crédito de la República. Los Bonos tienen y tendrán, sin preferencia entre si, igual rango que el resto de la Deuda Externa no subordinada de la República. Se entiende que esta disposición no se interpretará con el fin de exigir a la República pagos bajo los Bonos a prorrata con pagos de otra Deuda Externa.

Clausula *Pari Passu* – Análisis por país previo a la Guía de ICMA y el Tesoro de los Estados Unidos

Belice (2014)

- The New Bonds shall rank *pari passu* (equally) among themselves and with all other present and future unsecured and unsubordinated Public Debt (as defined) of Belize . . . [t]o ensure clarity on the point, Belize does not understand Paragraph 1(c) of the Terms and Conditions of the New Bonds . . . to require Belize to pay all items of its Public Debt on a ratable basis.

Ecuador (2014)

- The Notes will be general, direct, unsecured, unsubordinated and unconditional obligations of Ecuador, will be backed by the full faith and credit of Ecuador and will rank equally in terms of priority with Ecuador's External Indebtedness (other than Excluded Indebtedness), provided, that, such ranking is in terms of priority only and does not require that Ecuador make ratable payments on the Notes with payments made on its other External Indebtedness

Grecia (2014)

- The Notes constitute direct, unconditional, unsubordinated and unsecured obligations of the Republic. The Notes rank, and will rank, equally among themselves and with all other unsubordinated and unsecured borrowed money of the Republic; provided, however, that, consistent with similar provisions in the Republic's other indebtedness, this provision shall not be construed so as to require the Republic to pay all items of its indebtedness ratably as they fall due.

Panamá (2014)

- The global bonds will rank equally in right of payment with all other indebtedness issued in accordance with the fiscal agency agreement and with all other unsecured and unsubordinated Indebtedness of Panama, but Panama will have no obligation to effect equal or ratable payment or payments at any time with respect to any such other Indebtedness and, in particular, will have no obligation to pay other Indebtedness at the same time or as a condition of paying sums due on the global bonds and vice versa.

Clausula *Pari Passu* – Nuevos Estándares de Mercado

- Desde octubre de 2014, el mercado ha adoptado una nueva formulación de la nueva cláusula [*pari passu*] [ahora llamada clausula "ranking"] por los deudores soberanos bajo cualquier legislación:
 - Los Títulos de Deuda constituyen y constituirán Deuda Externa Pública directa, general, incondicional y no subordinada de la República por el que se compromete la plena fe y crédito de la República. El rango de los Títulos de Deuda se ubica y se ubicará, sin ninguna preferencia entre sí, en igualdad con el resto de la Deuda Externa Pública no subordinada de la República. Se entiende que esta disposición no se interpretará a fin de exigir a la República realizar pagos en virtud de los Títulos de Deuda a prorrata con pagos realizados en virtud de cualquier otra Deuda Externa Pública.
- Esta disposición es compatible con la cláusula *pari passu* modelo presentada por el Tesoro de Estados Unidos y ha sido incluida en la documentación de los bonos soberanos de México, Chile, República Dominicana y Provincia de Buenos Aires, entre otros.
- Esta cláusula está destinado a ser interpretada de manera consistente con la cláusula *pari passu* en títulos de deuda externa pública en circulación, para aclarar que la República en cuestión no estará obligada a realizar pagos a prorrata bajo dicha deuda con pagos que se realicen en virtud de cualquier otra deuda pública externa.

DIARIO B

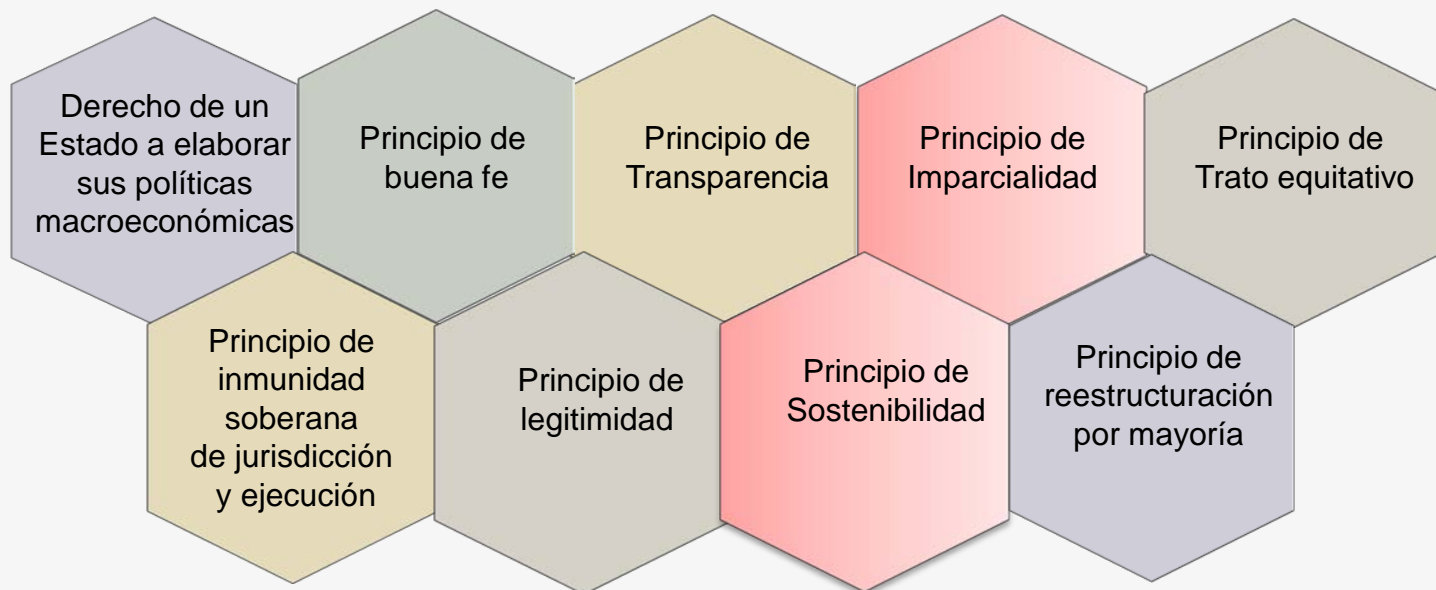
“Ajustar el Marco Normativo”

Ajustar el Marco Normativo

- En Noviembre de 2001, Anne Krueger, directora gerente del **Fondo Monetario Internacional**, propuso la reforma de la arquitectura financiera global con la creación de un mecanismo de resolución de disputa: el mecanismo de reestructuración de deuda soberana (“**Sovereign Debt Restructuring Mechanism** o **SDRM**”).
- Tras la crisis financiera global de 2008, **UNCTAD** propone la creación de una Institución para la Reestructuración de Deuda Soberana (“**Sovereign Debt Workout Institution**” o “**DWI**”).
- El 10 de Septiembre de 2015, la Asamblea General de las Naciones Unidas adopta la resolución “Principios Básicos en Procesos de Reestructuración de Deuda Soberana” (A/69/L.84).

Ajustar el Marco Normativo

- La resolución impulsada por Argentina, y consensuada por el Grupo de los 77 + China, identifica nueve principios rectores para procesos de reestructuración de deuda soberana.



Conclusión

Pros y contras de las alternativas propuestas para hacer frente a la problemática actual:

Contractual (Mercado)		Institucional (Normativa)	
Pros	Contras	Pros	Contras
Consenso <i>ex ante</i>	No soluciona la problemática con títulos que no poseen CACs	Soluciona la problemática con títulos que no poseen CACs	Cierto grado de pérdida de soberanía
Resolución rápida ante un evento de crisis	Si bien las CACs disminuyen considerablemente el riesgo de <i>holdouts</i> , los acreedores podrían bloquear la reestructuración de alguna serie	¿Mayor imparcialidad?	No implica que se podrá forzar a las partes reticentes (i.e. ejecutar los bienes de un Soberano)
Bajos costos			Costos de mantener una institución a nivel global

Andrés de la Cruz
Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP
t: +54 11 5556 8901 NY + 1 212 225 2208
adelacruz@cgsh.com