



LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA. ASPECTOS JURÍDICOS

**Rosa Rodríguez, *Of-Counsel*.
Baker & McKenzie, Madrid**

La crisis de deuda soberana que atraviesa Europa vuelve a atraer la atención sobre la situación de los mecanismos jurídicos a disposición de los acreedores para exigir de los deudores soberanos el cumplimiento de sus obligaciones.

Más allá del análisis, económico y político, de las causas, efectos y soluciones de las crisis de deuda, vamos a adoptar aquí el enfoque del inversor, y a examinar las vías jurídicas de las que puede disponer para la recuperación de su inversión. Antes de exponerlas, es necesario subrayar que el inversor perjudicado por la crisis financiera no es el inversor impersonal que a menudo se presenta como único responsable de ella. Detrás de los grandes inversores, de los inversores institucionales, hay millones de modestos ahorradores que les han confiado unos ahorros conseguidos con esfuerzo y sacrificio. El mercado de deuda soberana ha sido además, tradicionalmente, un mercado al que han acudido directamente pequeños inversores, con poco «apetito» por el riesgo, confiando en un Estado¹ que ha sido incapaz de evitar la crisis que soportan, y que puede no ser capaz de honrar sus compromisos.

Desde la perspectiva que adoptamos, la principal característica que distingue la deuda soberana de la deuda privada es la limitación de los mecanismos jurídicos de que disponen los acreedores para lograr que el deudor cumpla su obligación. El deudor soberano aparece protegido, interna e

internacionalmente, por prerrogativas derivadas de su soberanía de las que no goza el deudor privado. Vamos a analizar estos mecanismos en dos fases:

- En primer lugar examinaremos las posibilidades del acreedor de actuar aisladamente, utilizando la vía judicial, y el margen de actuación que le permite la inmunidad de la que gozan los Estados.
- En segundo lugar, expondremos las posibilidades de actuación colectiva de los acreedores, fundamentales al articularse en la actualidad la mayor parte de la deuda pública a través de emisiones de valores. Aunque tenemos que avanzar que no existe un marco jurídico que regule la reestructuración colectiva de la deuda soberana, si bien determinados foros «ad hoc» facilitan la negociación con grupos limitados de acreedores.

Dado que todos los ordenamientos nacionales atribuyen al Estado propio privilegios similares para la protección de su hacienda en su territorio, y que los Estados extranjeros gozan en el territorio de los demás Estados de inmunidades comunes establecidas por el derecho internacional –consuetudinario o convencional–, examinaremos los aspectos indicados sin hacer referencia a jurisdicciones concretas².

¹ Utilizamos el concepto en el sentido de categoría política general.

² Sin perjuicio de las referencias a los casos que se citan como ejemplo.



Finalmente, señalaremos las medidas que algunos Estados han incorporado a sus ordenamientos para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones como deudores soberanos. Una de ellas es la «prioridad absoluta de pago» del capital e intereses de la deuda pública de las Administraciones que ha introducido la reciente reforma del artículo 135 de la Constitución española. La importancia de esta medida no se ha destacado suficientemente en el debate político, centrado en otros aspectos de la reforma que afectan de forma más directa al núcleo de la soberanía.

VÍAS JUDICIALES PARA EXIGIR EL CUMPLIMIENTO AL DEUDOR SOBERANO

El Estado que recurre al crédito como medio de financiación del déficit presupuestario puede hacerlo tomando el capital a préstamo (contratación de un empréstito singular con otro sujeto, normalmente una entidad de crédito) o emitiendo valores (empréstitos generales colocados en el mercado de capitales). En el primer caso nos encontramos ante la clásica relación jurídica bilateral, regida por el correspondiente contrato; en el segundo, ante una relación regida por el régimen establecido en las condiciones de emisión de la deuda, que constituye el «contrato» por el que se rigen las partes. Acreedor y deudor tendrán que atenerse a lo pactado para el cumplimiento de las obligaciones respectivas, en particular en relación con las posibilidades de conversión de la deuda que se pudieran haber previsto (sustitución por otro empréstito con vencimientos o tipos de interés diferentes). En cuanto a la resolución de controversias, las cláusulas de sometimiento jurisdiccional a favor de tribunales extranjeros y, con ciertas limitaciones, de renuncia a invocar la inmunidad soberana y la inembargabilidad de los bienes del Estado deudor, son práctica habitual en el mercado financiero internacional de deuda soberana.

No existen en las legislaciones nacionales de los países con economías avanzadas excepciones que permitan al Estado modificar unilateralmente sus obligaciones contractuales como deudor

soberano, o repudiar su deuda (como «deuda odiosa»). Los principios constitucionales de los Estados protegen el sistema de propiedad privada, que vetaría tales actuaciones. Tampoco serían compatibles con los principios de la Unión Europea, que funda el desarrollo de Europa en una «economía social de mercado altamente competitiva» (art. 3.3 del Tratado de la Unión Europea); con el compromiso asumido por los Estados miembros para actuar «*respetando el principio de una economía de mercado y de libre competencia*» (art. 120 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea –TFUE–); ni con el espíritu de la prohibición de medidas de acceso privilegiado a las entidades financieras por el sector público de los Estados miembros (art. 124 TFUE).

En caso de incumplimiento del deudor soberano los acreedores pueden acudir a la vía judicial, como harían en caso de incumplimiento de un deudor privado. Si se trata de un impago de la deuda interna (supuesto improbable en la actualidad, por sus efectos sobre las entidades financieras nacionales) el acreedor acudirá a los tribunales nacionales, que resolverán aplicando su ley nacional. Los acreedores externos pueden acudir a los tribunales nacionales del deudor soberano o a los tribunales de otro país que tenga «vinculación suficiente» con el litigio, según los foros de competencia internacional que tengan establecidos las distintas jurisdicciones (entre ellos, la voluntad de las partes). Una vez determinada su competencia, el tribunal extranjero, utilizando los «puntos de conexión» fijados en su propio ordenamiento, determinará la ley nacional aplicable al litigio.

Los acreedores que acuden a tribunales extranjeros han chocado tradicionalmente con el principio de inmunidad soberana, que impide que un Estado extranjero sea sometido al poder judicial de otro Estado (el territorial) al estar ambos dotados de independencia y soberanía. La inmunidad soberana presenta dos modalidades que es importante distinguir, no solo conceptualmente sino, sobre todo, por sus efectos prácticos: la inmunidad de jurisdicción, que impide que el Estado extranjero sea demandado o sometido a juicio ante los tribunales de otro Estado; y la



inmunidad de ejecución, que impide que los bienes del Estado extranjero sean objeto de medidas coercitivas en el Estado territorial por aplicación de decisiones judiciales.

Sin embargo, la inmunidad no es un derecho absoluto del Estado como sujeto internacional. En primer lugar, el deudor soberano puede renunciar a ella (como hemos indicado, las cláusulas de sometimiento del Estado deudor a los tribunales de otro Estado son habituales en el mercado internacional de deuda soberana). Además, aunque su alcance varía según las jurisdicciones³, la práctica general de los Estados ha evolucionado desde la doctrina de la inmunidad absoluta (según la cual los Estados extranjeros no pueden ser demandados ni sometidos a la jurisdicción de los tribunales de otro país, ni siquiera en asuntos civiles o mercantiles) a la doctrina de la inmunidad restringida (que otorga inmunidad a las actuaciones públicas de los Estados extranjeros –*iure imperii*–, pero la niega cuando el Estado extranjero actúa como podría hacerlo un particular –*iure gestionis*–). Esta concepción restringida, que pretende proteger los intereses de los nacionales que realizan operaciones privadas con Estados extranjeros, nació en los Estados europeos continentales y fue adoptada a partir de los años 50 por los países anglosajones, que hasta la «guerra fría» habían sido firmes defensores de la doctrina de la inmunidad absoluta⁴.

³ Las tendencias más recientes se recogen en la Convención de las Naciones Unidas sobre inmunidades jurisdiccionales de los Estados y de sus bienes (2 de diciembre de 2004) y la Convención europea sobre la inmunidad de los Estados (Basilea, 16 de mayo de 1972). La Convención europea está vigente en Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Holanda, Luxemburgo, Reino Unido y Suiza. Portugal la ha firmado, pero no ratificado.

⁴ En Estados Unidos el cambio se inició en 1952 con la carta al Ministro de Justicia del asesor jurídico del Departamento de Estado Jack B. Tate (*Tate letter*) señalando los inconvenientes de la invocación reiterada de inmunidad de Estado ante los tribunales americanos por los países socialistas que negociaban con estadounidenses. En 1976 se aprobó la *Foreign Sovereign Immunities Act (FSIA)*, que permite a los particulares demandar a un Estado extranjero ante los tribunales USA en materia comercial. En la misma línea, Reino Unido aprobó en 1978 la *State Immunity Act (ILM)*, como paso previo para la ratificación de la Convención Europea sobre inmunidad de los Estados de 1972, que sigue también la doctrina de la inmunidad relativa.

Las regulaciones nacionales o convencionales suelen considerar como actuaciones *iure gestionis*, excluidas del ámbito de la inmunidad, las operaciones mercantiles. Según el art. 10 de la Convención de las Naciones Unidas se exceptúan de la inmunidad «*las transacciones mercantiles realizadas por un Estado con una persona natural o jurídica extranjera*»⁵. El problema se presenta a la hora de determinar el carácter mercantil de la transacción, ya que los tribunales de los distintos países no aplican los mismos criterios: unas veces atienden a la naturaleza del acto (si puede o no ser realizado por un particular); y otras a su finalidad pública (que siempre se puede encontrar en una actuación pública, aunque sea de forma remota). La Convención de las Naciones Unidas (art. 2) utiliza un criterio mixto cuando establece que: «*...se atenderá principalmente a la naturaleza del contrato o de la transacción, pero se tendrá en cuenta también su finalidad si así lo acuerdan las partes en el contrato o la transacción o si, en la práctica del Estado que es parte en uno u otra, la finalidad es pertinente para la determinación del carácter no mercantil del contrato o la transacción*». En cualquier caso, en las principales jurisdicciones –y entre ellas Estados Unidos– la jurisprudencia ha considerado la emisión de deuda soberana como una actividad comercial excluida de la inmunidad, con independencia de la finalidad de la emisión y de las causas de la suspensión de pagos origen del litigio.

La inmunidad de jurisdicción se extiende al Estado como tal persona jurídica y a todos sus órganos. Pero la práctica internacional no es clara cuando se trata de determinar la extensión de la inmunidad a entidades territoriales subestatales –los Estados miembros de una federación, regiones, etc.– y a otras entidades instrumentales con personalidad jurídica separada –Bancos Centrales, agencias, empresas públicas...–. En el caso de entidades territoriales, se suele atender a la estructura constitucional del Estado para

⁵ Esta excepción no se aplica «a las transacciones mercantiles entre Estados o si las partes han pactado expresamente otra cosa».



determinar si la entidad subestatal tiene poder político propio, y a la naturaleza pública o privada del acto que se ataca. En el caso de entidades institucionales las causas invocadas para rechazar la inmunidad han sido la personalidad jurídica distinta de la del Estado, y el carácter mercantil de las actividades de la entidad. La Convención de Naciones Unidas de 2004 (art. 2) extiende la inmunidad de jurisdicción del Estado a sus entidades territoriales e institucionales, aunque de forma limitada «en la medida en que estén facultadas para realizar y realicen efectivamente actos en ejercicio de la autoridad soberana del Estado». En Estados Unidos, la FSIA define un ámbito de inmunidad del Estado amplio, que incluye a las entidades territoriales, agencias y entidades instrumentales de Estados extranjeros.

Tras este rápido análisis podemos concluir que, aún con las matizaciones expuestas, la inmunidad de jurisdicción no representa en la actualidad una barrera infranqueable para exigir el cumplimiento de los deudores soberanos ante tribunales extranjeros, bien por la posibilidad de renuncia a ella (*waiivers*), o bien por la consideración por el derecho internacional público de las emisiones de deuda como actividades mercantiles del Estado no cubiertas por la inmunidad. En consecuencia los acreedores del deudor soberano pueden lograr el reconocimiento de su crédito por un tribunal de otro Estado, que ha de decidir en derecho, y por tanto ateniéndose a los términos del contrato.

Las decisiones en derecho benefician a los acreedores que compran deuda soberana en el mercado secundario con grandes descuentos, para litigar y obtener un reembolso superior al que consigue recuperar la mayoría («*creditors litigating*»). Aunque, ocasionalmente, los tribunales han tenido en cuenta que, aplicando criterios de equidad, este tipo de acreedores (*free-riders*) no debería malograr o quedar al margen de los acuerdos de reestructuración de deuda soberana acordados por la mayoría⁶, en caso de conflicto

⁶ En la reestructuración de la deuda argentina los tribunales de Nueva York rechazaron el embargo cautelar de

deciden en función de los términos del contrato, que no establecen diferencias entre los suscriptores de deuda y quienes la adquieren en los mercados secundarios, y por tanto reconocen los mismos derechos a todos los acreedores⁷.

Pero el mayor problema de los acreedores de un deudor soberano que deciden acudir a la vía del litigio no es lograr que el tribunal reconozca su derecho (inmunidad de jurisdicción), sino la ejecución de ese fallo (inmunidad de ejecución). Como hemos indicado, la inmunidad de ejecución impide que los bienes de un Estado extranjero situados en territorio de otro Estado queden sujetos a medidas coercitivas (embargos, realizaciones...) ejecutadas por los órganos de éste. La práctica internacional distingue claramente entre ambos tipos de inmunidad⁸, y la distinción es importante, porque implica que aunque un Estado haya renunciado a la inmunidad de jurisdicción, puede alegar inmunidad cuando se pretenda la ejecución de un fallo favorable.

La ejecución de sentencias contra el deudor soberano tropieza, para empezar, con las limitadas posibilidades de que un tribunal extranjero adopte medidas cautelares contra los bienes del deudor situados en su territorio (o solicite su adopción a un tribunal de otro Estado en cuyo territorio se localizan activos del deudor soberano, si existen convenciones que lo permitan). Aunque la situación difiere según las jurisdicciones, la Convención de las Naciones Unidas (art. 18), que se alinea con las tendencias mayoritarias, sólo permite adoptar medidas con anteriori-

parte de los bonos entregados al Banco de Nueva York por los bonistas que habían aceptado el canje, porque ponía en riesgo una reestructuración que era de importancia crítica para la salud financiera de una nación. No obstante, hay que tener en cuenta que en Estados Unidos el principio «*International Comity*» otorga a los tribunales una mayor discrecionalidad en esta materia, y por tanto el Gobierno tiene también mayor capacidad de influir en este tipo de litigios.

⁷ La victoria más famosa de este tipo de acreedores fue la de *Elliot Associates v. Banco de la Nación* (Perú). El gobierno peruano tuvo que pagar a los demandantes para evitar que Euroclear, cumpliendo la orden de un tribunal belga, en ejecución de una sentencia favorable de un tribunal americano, suspendiera los pagos de intereses de los bonos Brady.

⁸ La Convención Europea de 1972 y la Convención de Naciones Unidas de 2004 las regula de forma separada.



dad al fallo «cuando el Estado haya consentido expresamente o haya asignado o destinado bienes a la satisfacción de la demanda objeto del proceso».

El problema central radica, sin embargo, en la limitación de los bienes del deudor soberano que pueden ser objeto de ejecución ya que, como consecuencia del principio de inmunidad, son inembargables los activos destinados al ejercicio de funciones públicas, cualquiera que sea la función a la que se destinen y la naturaleza de los activos –aunque se trate bienes fungibles, y en particular de efectivo en cuentas–. Los acreedores han intentado con cierta frecuencia embargar los activos de los Bancos Centrales situados fuera del territorio del deudor soberano, aunque con poco éxito. En ocasiones la inembargabilidad se ha fundado en que, al ser el Banco Central un ente distinto del Estado, los activos de Banco no responden de la deuda emitida por el Estado; pero incluso cuando el Banco Central ha sido el emisor de la deuda, las reservas y los activos necesarios para el ejercicio de sus funciones como banco central se han considerado inembargables, como activos típicamente destinados al ejercicio de funciones públicas⁹.

Son también inembargables los activos del deudor soberano protegidos por estatutos internacionales de inmunidad, sin perjuicio de la que además pueda atribuirseles por estar destinados al ejercicio de funciones públicas. Un ejemplo típico lo encontramos en los activos depositados por los Bancos Centrales en el Banco de Pagos Internacionales; pero también cabe incluir en esta categoría los que pueden corresponder a los Estados en organizaciones internacionales con estatuto de inmunidad (Unión Europea, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial...). Un régimen similar, según la doctrina, corresponde a los bienes que un Estado debe entregar al deudor soberano en cumplimiento de una obligación de derecho internacional. Sin embargo, la sen-

tencia 18/1997, de 10 de febrero, del Tribunal Constitucional (TC) español, parece poner la satisfacción de los derechos de los ciudadanos españoles por encima del cumplimiento de obligaciones internacionales por el Estado. Según el TC, en procedimientos de ejecución de sentencias contra Estados extranjeros, *si no existen bienes extranjeros susceptibles de embargo, los tribunales deberían esforzarse en la localización de créditos, ayudas o subvenciones de las que pudiera beneficiarse el Estado extranjero*. Ante la negativa de la Administración de acceder al embargo de las ayudas y subvenciones, por entender que la aceptación de dicha orden supondría el que España incurriera en responsabilidad internacional, el TC consideró que *el órgano judicial debió reiterar hasta obtener respuesta y bajo el apercibimiento correspondiente, la orden referida, pues el cumplimiento de las sentencias y demás resoluciones firmes de los Jueces y Tribunales es obligatorio, así como prestar la colaboración requerida por éstos en el curso del proceso y en la ejecución de lo resuelto*. La misma sentencia, además, parece abrir la puerta a la responsabilidad patrimonial de la Administración en caso de falta de diligencia en la localización de bienes ejecutables del Estado extranjero (art. 106 CE) al señalar que cuando el deudor es «...un Estado extranjero no puede presumirse su insolvencia y, sobre todo, que en estos supuestos, cuando surgen dificultades en la ejecución de las resoluciones judiciales cobra vital importancia la colaboración de los poderes públicos del Estado del foro y, en especial, de su Ministerio de Asuntos Exteriores. Por ello, el órgano judicial debe recabar sin desmayo esta colaboración cuya negativa puede producir el nacimiento de las pertinentes responsabilidades».

Un último problema nace de las limitaciones que encuentra el tribunal del Estado extranjero que dicta la sentencia para solicitar del tribunal de otro Estado medidas de ejecución sobre activos que estén en el territorio de este último. Para ello es preciso acudir a las convenciones bilaterales, dado que las posibilidades que ofrecen los convenios multilaterales son reducidas. La Convención Europea de 1972, por ejemplo, adopta una posición restrictiva en relación con la ejecución de sentencias de un Estado parte en el territorio de otro Estado, aunque crea un Tribunal

⁹ Las demandas de embargo de las reservas del Banco central de Argentina en Nueva York fueron rechazadas (por el Tribunal Supremo de Estados Unidos en 2007 en apelación). Sin embargo el régimen no es uniforme en los Estados europeos.



europeo en materia de inmunidad de los Estados, abierto a los particulares, para resolver los casos en los que un Estado parte rechace la ejecución de una sentencia dictada por los tribunales de otro Estado parte.

Tras lo expuesto tenemos que añadir que han sido muy limitados los casos en que los acreedores de deudores soberanos que han conseguido un fallo favorable han logrado, por la vía de ejecución de la sentencia, mejores resultados que los acreedores que han aceptado un acuerdo colectivo de reestructuración. Cuando lo han conseguido ha sido porque la ejecución amenazaba bienes o procesos (como los de reestructuración de deuda) que eran claves para el deudor soberano, que ha optado por pagar para evitar un mal mayor¹⁰. Pero no es esperable que situaciones circunstanciales y aisladas se reproduzcan con generalidad, sobre todo si tenemos en cuenta que las legislaciones de los Estados se han adaptado para evitar que los litigios de los acreedores comprometan los procesos de reestructuración –por ejemplo, «blindando» el sistema de pagos internacionales–, como muestra el escaso éxito de la ejecución de las múltiples sentencias favorables que obtuvieron los tenedores de deuda argentina en los tribunales estadounidenses.

Como conclusión de este apartado podemos decir que, en la práctica, los acreedores que acuden a la vía judicial no obtienen mejores resultados que los que han llegado a un acuerdo de reestructuración con el deudor soberano.

ACUERDOS DE REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA

Aunque muchos de los mecanismos utilizados para resolver los *default* de deudores privados –la liquidación de la compañía deudora o la ejecución de todos sus activos– no son aplicables a los Estados, los acuerdos colectivos con los acreedo-

res sí son, en ambos casos, la pieza clave de la solución del problema. Los acreedores del deudor soberano, como los de un deudor privado, buscan soluciones colectivas para conseguir prevenir el *default*, o para resolver un *default* que ya se ha producido. En el caso de deudores privados, los ordenamientos jurídicos establecen mecanismos «ex ante» –refinanciaciões– para procurar que empresas viables puedan superar dificultades económicas transitorias; o «ex post» –jurisdiccionales o similares– para garantizar un proceso ordenado y un tratamiento equitativo de los acreedores, imponiendo la decisión de la mayoría y bloqueando la actuación de los «*free riders*».

Sin embargo los acuerdos colectivos son mucho más complejos en el caso de deudores soberanos, que en el caso de deudores privados, por múltiples causas: la mayor variedad de acreedores –otros Estados, Organismos internacionales, entidades financieras, inversores institucionales, particulares...–; el gran número de inversores afectados –al instrumentarse la deuda pública a través de emisiones de valores–; la frecuente imposibilidad de dar el mismo tratamiento a todos los acreedores –la deuda interna no puede ser tratada de la misma forma que la externa, por sus efectos sobre los bancos nacionales y por sus efectos políticos internos–; el papel que juegan las organizaciones internacionales –Fondo Monetario Internacional, Unión Europea...–; y la diversidad de factores políticos que pueden incidir en cada caso.

Quizá por ello, pese a ser generalmente aceptadas las ventajas de una reestructuración ordenada frente a una suspensión de pagos, y evidente que la solución de una crisis de deuda exige acuerdos colectivos con los acreedores, hasta ahora no se ha logrado establecer un mecanismo uniforme de representación de los acreedores, ni un mecanismo de negociación estructurada de la deuda soberana. En el año 2003 el FMI propuso la creación de un régimen estatutario para la resolución de las crisis de deuda soberana (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*) que proporcionaba un marco jurídico universal a través del cual una mayoría reforzada de acreedores de un

¹⁰ Además del caso citado en la nota 5, en el caso *Elliot Associated v. Republic of Panama* el demandante obtuvo órdenes de embargo de activos en proceso de privatización o que interferían en emisiones de bonos.



país podría aprobar un acuerdo de reestructuración vinculante para todas las partes. La propuesta no prosperó, pero la iniciativa permitió que se generalizara el uso de otro mecanismo menos ambicioso, también incluido en la propuesta: la incorporación en las emisiones de «cláusulas de acción colectiva», cláusulas generales de reestructuración que limitan la capacidad legal de los acreedores disidentes para bloquear el acuerdo de reestructuración de una emisión individual de bonos cuando cuenta con un amplio respaldo.

No obstante la inexistencia de un mecanismo general, existen foros específicos para la renegociación de la deuda soberana con acreedores oficiales bilaterales (el Club de París) y con bancos comerciales (el Club de Londres). El Club de París proporciona un marco para la reestructuración de la deuda del sector público de los países en vías de desarrollo y emergentes. Se trata de un foro informal¹¹ que funciona por consenso, bajo un conjunto de principios generales establecidos por los acreedores. Entre ellos se encuentran la condicionalidad –que se traduce en que el deudor soberano ha de contar con un programa del FMI– y la comparabilidad de trato –que obliga al deudor que firma un acuerdo con el Club a no conceder mejores condiciones a sus demás acreedores¹²–.

El Club de Londres es el foro informal para la negociación de la deuda soberana con bancos comerciales, a través de acuerdos voluntarios entre los representantes de éstos y los representantes de cada deudor soberano en un *Bank Advisory Committee* (BAC). Tuvo gran importancia en la crisis de los años 80, cuando la mayor parte de la deuda de los países emergentes se articulaba a través de préstamos bancarios sindicados, pero

su actividad decayó tras el Plan Brady, porque la deuda soberana se articuló desde entonces a través de emisiones de valores, y los acreedores pasaron a ser heterogéneos¹³. En la actual crisis de la deuda griega el Instituto Internacional de Finanzas (IFF), asociación mundial de instituciones financieras (bancos comerciales, de inversión, aseguradoras y empresas de servicios de inversión), ha servido como foro de negociación de la oferta realizada por el sector privado para contribuir voluntariamente a la reestructuración, junto con el FMI y la UE –contribución que el Consejo de la Unión Europea calificó como excepcional y única en sus acuerdos del pasado 21 de julio–.

El panorama se complica aún más si tenemos en cuenta la intervención de otros actores en las reestructuraciones de deuda soberana –como el FMI o la UE– que juegan distintos papeles, no exentos de conflicto. Por una parte, evalúan la capacidad financiera del deudor soberano y prestan fondos que hacen viable la reestructuración –condicionados a la puesta en práctica de un programa de reformas cuyo cumplimiento también controlan–. Pero, al mismo tiempo, son unos de los mayores acreedores del deudor soberano y, en el caso de la UE, socios económicos y políticos.

Las interacciones derivadas de este complejo esquema se aprecian en otros capítulos de este trabajo, a los que nos remitimos. Aquí nos limitamos a señalar que, pese a ello, la experiencia de las crisis de los 80 y los 90 nos muestra que ha permitido que los deudores soberanos den tratamientos diferentes a los distintos tipos de acreedores –en particular a los domésticos–; que los conflictos entre los distintos foros de negociación –en particular entre el Club de París y el Club de Londres, por razones de comparabilidad de trato– han sido frecuentes, pero no insalvables; y que las cláusulas de acción colectiva han permitido conseguir acuerdos de reestructuración con amplios márgenes de aceptación, que han blo-

¹¹ Los resultados de la negociación se traducen en una recomendación política a los gobiernos de los acreedores y del deudor para suscribir acuerdos bilaterales, jurídicamente obligatorios, en los términos indicados en el acuerdo.

¹² La comparabilidad de trato condiciona fuertemente la estrategia de la reestructuración. Dado que solo se aplica desde que el Club de París inicia la reestructuración, los deudores pueden preferir posponer estos acuerdos para tener la posibilidad de discriminar entre acreedores y tipos de deuda.

¹³ En la reestructuración de la deuda de Rusia se creó la «London Portfolio Managers Association» para representar a los inversores institucionales y coordinarse con el BAC.



queado la litigiosidad que amenaza estos procesos –aunque hay que reconocer la necesidad de mejorar los mecanismos que permitan la participación informada de los tenedores de títulos–.

CONCLUSIÓN

Los medios jurídicos a disposición del acreedor del deudor soberano son más inciertos y frágiles que los que puede utilizar frente al deudor privado. Sin embargo, pese a las limitadas posibilidades de actuación del acreedor por vía judicial, y a su menor capacidad de influencia en los procesos de reestructuración de deuda pública, la realidad nos muestra que los deudores soberanos intentan cumplir con sus acreedores y los inversores siguen adquiriendo deuda soberana. Existe una abundante literatura económica que ofrece variadas explicaciones para estos dos fenómenos, a la que nos remitimos.

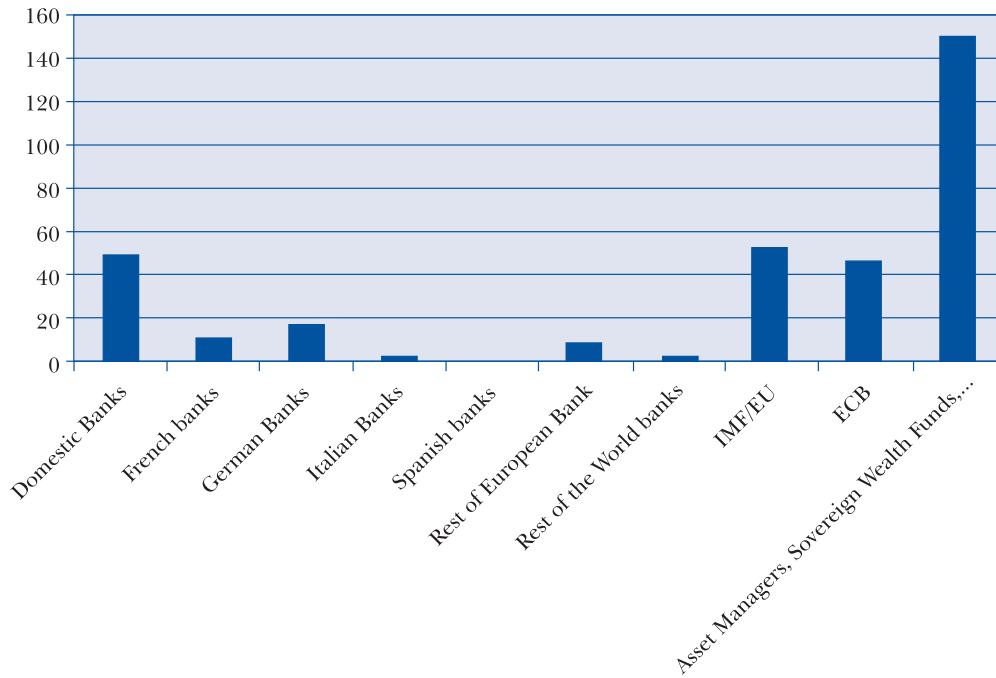
Desde nuestra perspectiva jurídica podemos apuntar que quizá la razón está en lo que diferencia al deudor soberano del deudor privado: los Estados son entes políticos que perviven, porque encarnan la soberanía de un pueblo. Tienen que garantizar a sus ciudadanos la viabilidad del modelo social que han convenido, y para ello necesitan el esfuerzo de las generacio-

nes actuales y de las futuras, que anticipan los mercados de capitales. Y tienen que ofrecer a quienes están dispuestos a anticipar ese esfuerzo una gestión económica que garantice la viabilidad del modelo de convivencia. Este es el sentido en el que hay que entender las reformas constitucionales aprobadas en algunos países limitando déficits y endeudamientos, como la del artículo 135 de nuestra Constitución. Y es también el sentido que ha de regir su desarrollo y aplicación, aunque las limitaciones instrumentales de las competencias del Estado ofrezcan siempre luces y sombras.

No obstante, como decíamos al principio, el artículo 135 de nuestra Constitución ha introducido un «plus» de compromiso, al dar prioridad absoluta al servicio de deuda cuando establece: *«Los créditos para satisfacer los intereses y el capital de la deuda pública de las Administraciones se entenderán siempre incluidos en el estado de gastos de sus presupuestos y su pago gozará de prioridad absoluta»*. Aunque la prioridad de pago se califica de «absoluta» será necesario interpretar que, en cuanto instrumento y no principio, no puede primar sobre otros derechos fundamentales reconocidos constitucionalmente. Pese a ello, supone una garantía adicional con la que no cuentan los países de nuestro entorno.

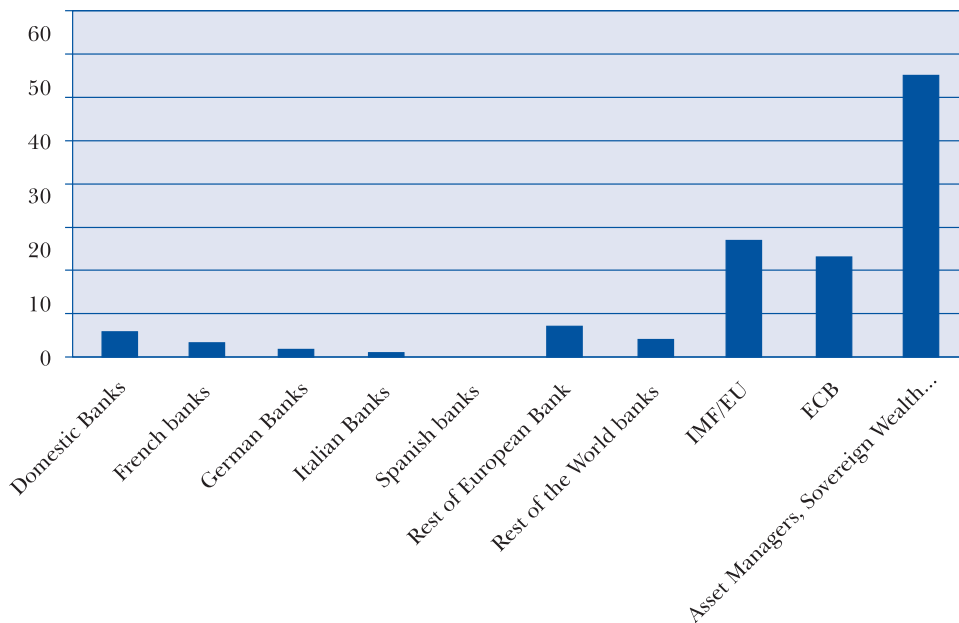


GRÁFICO 1. GREECE DEBT HOLDERS



Source: Wall Street Journal. (12.3.2011).

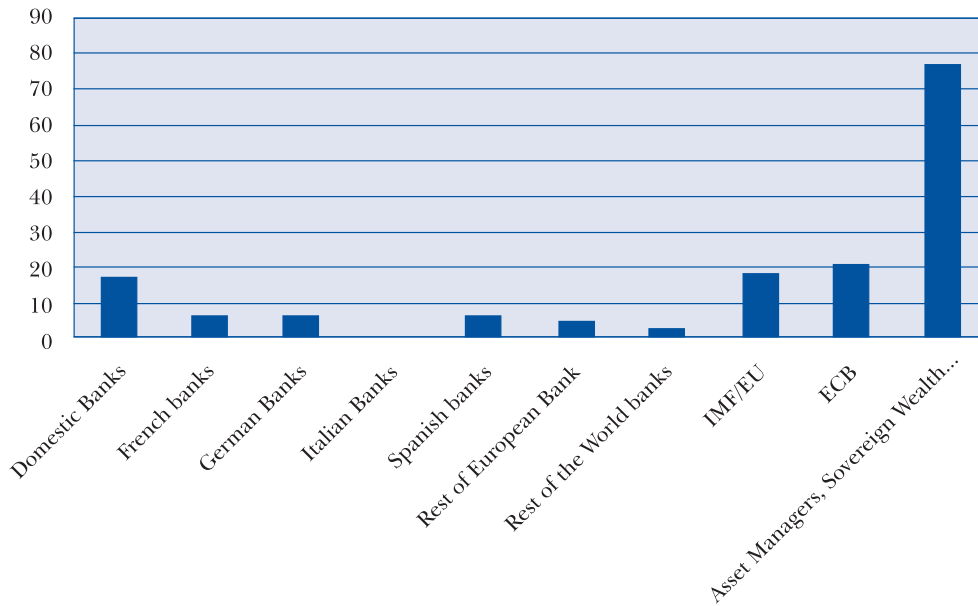
GRÁFICO 2. IRELAND DEBT HOLDERS



Source: Wall Street Journal. (12.3.2011).



GRÁFICO 3. PORTUGAL DEBT HOLDERS



Source: Wall Street Journal. (12.3.2011).