

**LAS CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA EN LOS BONOS INTERNACIONALES
EMITIDOS POR VENEZUELA**

Por: Carlos Omaña A.

*Copyright © 2004
Carlos Omaña A.*

LAS CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA EN LOS BONOS INTERNACIONALES EMITIDOS POR VENEZUELA

Por: Carlos Omaña A¹.

SUMARIO

1. Introducción
2. Antecedentes de las CACs Venezolanas
3. Funcionamiento de las CACs
4. Conclusiones

1. Introducción

Las llamadas “Cláusulas de Acción Colectiva” (*Collective Action Clauses*) son cláusulas que han comenzado a ser incluidas en los bonos internacionales emitidos por Estados soberanos, que permiten la modificación de los términos económicos de dichos bonos mediante la aprobación por una mayoría calificada de sus titulares. El objetivo de las Cláusulas de Acción Colectiva (“CACs”) es facilitar la reestructuración de la deuda externa de países en crisis.

Las CACs han venido siendo utilizadas desde 1997, pero su incorporación en los bonos internacionales emitidos por Estados soberanos, regidos por la ley del estado de Nueva York, se popularizó luego de una emisión que colocó México en los mercados internacionales en marzo de 2003.

El Fondo Monetario Internacional (“FMI”) había venido promoviendo la búsqueda de mecanismos que facilitarían la reestructuración de los pasivos representados por bonos internacionales emitidos por Estados soberanos conocidos como “economías emergentes”, vistas lo traumáticas que habían sido las reestructuraciones con motivo de las crisis financieras vividas durante la década de los 90 (*e.g.*, México, Indonesia, Corea, Tailandia, Malasia, Rusia y más recientemente Turquía y Argentina).

Una de las soluciones propuestas por el FMI era el llamado *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM) el cual era un mecanismo similar al de un proceso de atraso pero diseñado para Estados soberanos. Más específicamente, bajo el SDRM el FMI operaría como un tribunal internacional de quiebra (o atraso) y supervisaría la reestructuración de los pasivos de los países en crisis, dentro de un marco normativo similar al del conocido “Capítulo 11” del Código de Quiebra de los E.E.U.U.

La comunidad financiera internacional no recibió con mucho entusiasmo el SDRM, puesto que bajo dicho mecanismo el FMI estaría actuando como juez y parte en los

¹ Carlos Omaña A. es socio del escritorio d’Empaire, Reyna, Bermúdez Abogados.

procesos de reestructuración de los pasivos internacionales de países en crisis, puesto que el FMI casi siempre es acreedor de las economías emergentes. Al parecer, ya es suficiente el privilegio moral —mas no legal— que tiene el fondo en los procesos de reestructuración de pasivos financieros de países en desarrollo.

Como reacción al SDRM, la comunidad financiera internacional propuso las CACs. Asimismo, el Departamento del Tesoro de los E.E.U.U. apoyó decisivamente la inclusión de CACs en las emisiones internacionales de deuda de los mercados emergentes² regidas por la ley del Estado de Nueva York.

En este ensayo nos proponemos explicar brevemente el funcionamiento de las CACs incluidas en los bonos internacionales emitidos por Venezuela, las cuales fueron incluidas por primera vez en 2003.

2. Antecedentes de las CACs Venezolanas

En septiembre de 2003, un comité del llamado G-10 preparó unas recomendaciones relativas a las cláusulas contenidas en los contratos e instrumentos relativos a las emisiones efectuadas en los mercados internacionales de capital por los Estados soberanos en vías de desarrollo o “emergentes”, como se nos conoce en los mercados internacionales de capital³. Dichas recomendaciones están dirigidas principalmente a proponer modelos de cláusulas que faciliten las reestructuraciones de la deuda externa emitida por Repúblicas soberanas en crisis.

Recordemos que a finales de la década de los ochenta y comienzos de la década de los noventa, el perfil de la deuda de las naciones emergentes, incluyendo Venezuela, pasó de estar representada principalmente por deuda bancaria obtenida de sindicatos internacionales de bancos comerciales, a estar representada principalmente por bonos emitidos en los mercados internacionales de capital adquiridos por grandes cantidades de inversionistas regados por todo el mundo⁴. Obviamente, es más complicado negociar con un gran número de inversionistas tenedores de bonos internacionales esparcidos por el mundo que con un grupo relativamente reducido de bancos que integran un sindicato. He allí la importancia de las CACs.

En realidad, las CACs siempre han sido incluidas en los bonos internacionales que se emiten y se rigen por las leyes de Inglaterra, Luxemburgo y Japón. No obstante,

² GALVIS, Sergio; SAAD, Angel, *Collective Action Clauses: Recent Progress and Challenges Ahead*. 20 de Febrero de 2004. Ver: <http://www.law.georgetown.edu/international/documents/Galvis.pdf>

³ GROUP OF TEN, REPORT OF THE G-10 WORKING GROUP ON CONTRACTUAL CLAUSES (2002).

⁴ “Créditos singulares son los extendidos por un banco a una empresa extranjera del sector público o privado, o a una empresa multinacional. El crédito es singular porque lo otorga un solo banco. Créditos sindicados comprenden los créditos otorgados por varios bancos agrupados en forma de un sindicato de bancos a un solo prestamista. Los grandes créditos internacionales utilizan la forma de crédito sindicado. La razón de esto es que la sindicación de un crédito grande entre un grupo de bancos reduce la concentración del riesgo de crédito sobre un solo banco (ver, Estructura de los Créditos Sindicados en Eurocréditos, Cap. 14.D)”. Ver: RODNER S., James-Otis, *Elementos de Finanzas Internacionales*, Editorial Arte, Caracas, 1997, pág. 538.

históricamente, los bonos internacionales emitidos bajo las leyes del Estado de Nueva York, Alemania, Italia y Suiza no incluían CACs. Como el mercado de bonos más grande del mundo es el de los E.E.U.U., específicamente el Estado de Nueva York, la adopción de CACs por bonos regidos por las leyes del Estado de Nueva York fue un elemento crucial en la aceptación por el mercado de las CACs⁵. Recordemos que la totalidad de los bonos internacionales emitidos por la República se rigen por las leyes del Estado de Nueva York.

A comienzos de 2003, México efectuó una emisión de bonos internacionales (bonos globales) que contenían CACs. Dicha emisión, fue la primera emisión de bonos internacionales de un Estado soberano contentiva da CACs y sometida a la ley del Estado de Nueva York, E.E.U.U. Originalmente México se resistió a la idea de incluir CACs en sus emisiones de bonos globales, puesto que se pensaba que la inclusión de dichas cláusulas podría afectar el precio, liquidez y aceptación en el mercado de sus bonos, dado que a principios de 2003 las CACs todavía constituían una innovación dentro del marco de las emisiones internacionales de bonos sometidos a las leyes del Estado de Nueva York.

Las dudas que hubo en torno a la aceptación en el mercado de los bonos mexicanos con CACs fueron rápidamente disipadas por el rotundo éxito de la emisión, lo cual contribuyó a que Uruguay, Brasil y posteriormente Venezuela decidieran incluir CACs en las emisiones de bonos internacionales sujetos a las leyes del Estado de Nueva York que efectuaron durante 2003 y principios de 2004. Concretamente, la primera emisión de bonos internacionales de Venezuela en incluir CACs fue la emisión del bono internacional con vencimiento el 19 de septiembre de 2013.

Cabe resaltar que en agosto de 2003 Venezuela llevó a cabo una emisión de bonos por 1.500 millones de dólares de los E.E.U.U (“Dólares” o “U.S.\$”) que no incluyó CACs⁶. Sin embargo, podemos sostener que en la actualidad, las CACs son cláusulas *standard* en las emisiones de deuda internacional de la República.

El siguiente recuadro enumera las series de bonos emitidos por la República Bolivariana de Venezuela que contienen CACs:

<i>Fecha de Emisión</i>	<i>Fecha de Vencimiento</i>	<i>Monto de Capital</i>	<i>Cupón</i>	<i>Precio de Emisión</i>
17 de septiembre de 2003	2013 (1)	U.S.\$ 700.000.000	10.75%	90.689%
27 de noviembre de 2003	2018	U.S.\$ 1.000.000.000	7.0%	A la par
23 de octubre 2003	2013 (2)	U.S.\$ 470.000.000	10.75%	95%
8 de enero de 2004	2034	U.S.\$ 1.000.000.000	9.375%	92.976%
22 de abril de 2004	2011	U.S.\$ 1.000.000.000	LIBOR + 1%	109%

⁵ KOCH, Elmar, *Collective Action Clauses: The way forward*, p.2, 24 de febrero de 2004. En: <http://www.law.georgetown.edu/international/documents/Koch.pdf>

⁶ Esta emisión, colocada por Credit Suisse First Boston, se colocó en su totalidad en el mercado local, en donde los inversionistas podían adquirir los bonos pagando el precio de compra en bolívares a la tasa de cambio oficial vigente para la época de Bs. 1.600 = U.S.\$1,00. Paralelamente, la República llevó a cabo una oferta pública de adquisición en los mercados internacionales de “Bonos Brady”, logrando recomprar bonos por un monto de capital pendiente de pago de aproximadamente U.S.\$1.700 millones. Ver: *Invitation Memorandum*, emitido por la República Bolivariana de Venezuela el 21 de julio de 2003.

3. Funcionamiento de las CACs

Históricamente, las cláusulas de bonos internacionales que regulan el proceso para llevar a cabo modificaciones a las cláusulas contenidas en bonos emitidos por la República en los mercados internacionales y regidos por la ley de Nueva York (generalmente denominada cláusula de “*meetings and amendments*”), establecen que para modificar las cláusulas relativas al pago de los bonos es necesaria la presencia y el voto favorable de los tenedores que representen el 100% del capital pendiente de pago de la emisión de bonos en cuestión. En lo sucesivo, al referirnos al monto de capital pendiente de pago de una emisión o serie de bonos utilizaremos la frase “capital en circulación”.

Es decir, para modificar cualquiera de las cláusulas relativas a (i) la fecha del pago del capital o los intereses, (ii) la moneda de pago, (iii) el monto del capital, (iv) la tasa de interés o cupón, entre otros, es necesaria la aprobación por parte de los tenedores que representen el 100% del capital en circulación de la emisión de bonos en cuestión.

Por su parte, las cláusulas que no tienen que ver con los términos y condiciones de pago, generalmente pueden ser modificadas por una mayoría calificada, no siendo necesaria su aprobación por la totalidad de los tenedores. Estas cláusulas son conocidas como “*non-payment terms*”.

La innovación planteada por las CACs radica en que las cláusulas que tienen que ver con el pago de una emisión de bonos, pueden ser modificadas por una mayoría calificada de tenedores de los bonos constitutivos de una emisión y no por los tenedores que representen la totalidad del capital en circulación de una emisión o serie de bonos. En el caso de los bonos emitidos por Venezuela que contienen CACs hasta la fecha (ver cuadro arriba), la mayoría calificada está constituida por tenedores de bonos que representen el 85% del capital en circulación de la emisión (*outstanding principal amount*). Brasil y Venezuela son prácticamente los únicos Estados soberanos emergentes que han adoptado 85% como la mayoría calificada en sus CACs. En efecto, México que es un país con “grado de inversión”⁷ (*investment grade*) y países como Panamá, Turquía, Perú y Uruguay que no tienen “grado de inversión” han adoptado la mayoría de 75%⁸.

Veamos con más detenimiento el funcionamiento de una cláusula de acción colectiva y utilicemos como ejemplo la contenida en los bonos de la emisión de Venezuela que vence en 2010, la cual ha sido replicada en las subsiguientes emisiones de bonos internacionales de Venezuela. De conformidad con dicha cláusula —la cual esta contenida bajo el título “*Meetings and Amendments*”— la República puede convocar en

⁷ Tener el *investment grade* significa que el emisor tiene una calificación de riesgo otorgada por una agencia calificadora de riesgo de Baa3 (Moody’s) o BBB- (Standard & Poor’s, Fitch IBCA). En algún momento se pensó que los emisores de bonos con “grado de inversión” podrían incluir 75% como el porcentaje necesario para modificar las cláusulas relativas al pago, quedando el porcentaje de 85% para los emisores sin “grado de inversión”. Sin embargo, el mercado ha aceptado bonos con CACs con un porcentaje de 75% emitidos por países como Turquía y Uruguay, que no tienen “grado de inversión”, ver: GALVIS, SAAD, *Ob. Cit.* p.8.

⁸ Durante el proceso de emisión del bono con vencimiento en el 2011, se discutió la posibilidad de reducir la mayoría calificada de las CACs de Venezuela al 75%. Sin embargo no se tomó la decisión.

cualquier momento una asamblea de titulares de bonos para modificar o complementar las cláusulas que rigen los bonos de la emisión. Dicha asamblea se puede celebrar en el lugar, en el día y a la hora que establezca la República, siempre y cuando se convoque la asamblea en un plazo no menor de treinta días ni mayor de sesenta días.

La mayoría necesaria para aprobar cualquier enmienda a las cláusulas de los bonos que no regulen los términos y condiciones de pago (*non-payment terms*) es del 66 2/3% del monto del capital en circulación.

Por su parte —y he aquí la innovación que representan las CACs— para la aprobación de cualquier enmienda o modificación a las cláusulas relativas al pago de los bonos de la emisión será necesario el voto favorable de tenedores de bonos que representen el 85% del monto del capital en circulación. Más específicamente, se necesitará el voto favorable de tenedores de bonos que representen el 85% del monto del capital en circulación de la emisión para:

- (a) extender el plazo para el pago del capital o modificar las fechas para el pago de los intereses de los bonos de la emisión,
- (b) reducir el monto del capital (*vgr.* remitir parte de la deuda) o modificar el monto del capital que se convertirá en una obligación de plazo vencido por causa de estar incurso la República en algún incumplimiento (*vgr.*, reducir el monto que puede “acelerarse”),
- (c) modificar la moneda y el lugar de pago,
- (d) reducir el período durante el cual la República no podrá redimir los bonos,
- (e) modificar la mayoría de tenedores de bonos necesaria para modificar las cláusulas de los bonos,
- (f) modificar la definición de capital pendiente de pago de la emisión (*outstanding principal amount*). Este punto se refiere a que de conformidad con los bonos y el contrato de agente fiscal (*Fiscal Agency Agreement*), no pueden votar en las asambleas los tenedores de bonos que sean entidades del sector público venezolano,
- (g) modificar las cláusulas de pagos adicionales que la República puede quedar obligada a hacer (penalidades, indemnizaciones, etc.),
- (h) cambiar el derecho aplicable a los bonos,
- (i) revocar la renuncia a la inmunidad de jurisdicción relativa a cualquier acción relativa a los bonos contenida en los contratos de la emisión,
- (j) cambiar el “rango” (*ranking*) de los bonos, o

- (k) modificar la cláusula de los eventos que constituyen incumplimientos (*Events of Default*) siempre que se esté en el contexto de una oferta por parte de la República de recomprar los bonos a cambio de dinero o títulos valores emitidos por la República o el Banco Central de Venezuela.

Aunque conceptualmente las CACs sólo se refieren a los aspectos relativos al pago de las obligaciones representadas por los bonos (*payment terms*), pueden incluirse dentro de ellas cualesquiera otros asuntos que por su importancia lo ameriten. Como vimos, las CACs de Venezuela incluyen asuntos distintos al pago de las obligaciones (*non-payment terms*) tal como el derecho aplicable.

La utilidad de las CACs es obvia: posibilitan enmendar los términos económicos de los bonos que contienen CACs sin necesidad de la aprobación de los tenedores que representen el 100% del capital en circulación. De esta forma se eliminan muchos obstáculos a la resolución expedita de los procesos de renegociación. Especialmente, el problema que a veces representan los inversionistas minoritarios saboteadores, que vetan cualquier acuerdo de renegociación con el objetivo de obtener mayores dividendos en una reestructuración⁹.

4. Conclusiones

La efectividad de las CACs a la hora de una reestructuración de pasivos externos de un Estado soberano aún está por verse. Actualmente, Argentina se encuentra en un tortuoso proceso de negociación con sus acreedores internacionales (incluyendo al FMI), pero lamentablemente los bonos de la deuda externa de Argentina objeto de la reestructuración no contienen CACs.

La deuda externa de la República que está representada en bonos internacionales es de aproximadamente U.S.\$ 16.060 millones¹⁰. El monto de la deuda externa de la República representada en bonos que contienen CACs equivale a U.S.\$ 4.170 millones. Esto significa que actualmente sólo el 25% del monto total de capital de la deuda externa de Venezuela está representado en bonos internacionales que contienen CACs. Probablemente, la República siga incluyendo CACs en sus emisiones internacionales de bonos, con lo cual en un futuro no muy lejano la totalidad de la deuda externa representada en bonos de Venezuela pasará a contener CACs.

La comunidad financiera internacional ha promovido la inclusión de CACs en los instrumentos de deuda soberana internacional. El mecanismo planteado por las CACs es

⁹ No abogamos por la violación del principio de *pacta sunt servanda*, pero en la práctica existen fondos llamados “fondos buitres” (zamueros?) (*vulture funds*) que adquieren bonos de la deuda de países en crisis a grandes descuentos sobre el valor nominal, para luego sabotear los procesos de renegociación de dichos países con el objeto de obtener altos rendimientos. Estos fondos han llegando incluso a demandar y embargar pagos efectuados a los tenedores de deuda reestructurada con base en una supuesta violación al principio de *pari passu*. Ver: BUCHHEIT, Lee; PAM, Jeremiah, *The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments*, <http://www.law.georgetown.edu/international/documents/Pam.pdf>

¹⁰ Fuente: Ministerio de Finanzas. Este es el saldo de dicha deuda al 30 de septiembre de 2003. La deuda externa total (incluyendo deuda con bancos comerciales, agencias multilaterales como la CAF y el Banco Mundial) asciende a U.S.\$21.502 millones.

una propuesta que surgió del mercado y en consecuencia ha sido aceptada sin traumas por el mercado. Como dijimos, la efectividad de las CACs no ha pasado aún la prueba de una crisis financiera de un Estado soberano¹¹. Sin embargo, el hecho de que el mercado las haya acogido es un punto positivo.

Algún cínico podría argumentar que la aceptación de bonos internacionales emitidos por soberanos emergentes con CACs se debe al inmenso apetito que existió por dichos bonos durante 2003 y principios de 2004, debido al bajo nivel al que llegaron las tasas de interés durante el antedicho período. En efecto, las tasas de interés llegaron al nivel más bajo en 45 años en marzo de 2004. La eterna búsqueda de rendimientos causó durante el período de marras que el *spread*¹² entre los bonos de mercados emergentes y los bonos emitidos por el Departamento del Tesoro de los E.E.U.U. bajara a niveles nunca vistos en mucho tiempo. El cínico podría decir que el mercado estaba dispuesto a comprar cualquier cosa.

En la actualidad, la experiencia ha indicado que la inclusión por parte de la República de CACs en sus bonos internacionales no ha afectado negativamente la liquidez o el precio de tales títulos. Sin embargo, debemos recordar que los bonos de las emisiones con vencimiento en el 2011 y 2018, cuyo capital monta U.S.\$ 2 millardos, fueron colocados íntegramente en el mercado local, en el cual los inversionistas venezolanos adquirieron tales bonos pagando el precio de compra en bolívares a la tasa de cambio oficial. No obstante tales bonos se cotizan internacionalmente y están inscritos en la Bolsa de Valores de Luxemburgo.

* * *

Caracas 25 de mayo de 2004

¹¹ GALVIS, SAAD, *Ob. Cit.* p.13.

¹² El *spread* es el diferencial entre el rendimiento de los bonos del tesoro americano y cualquier otro bono. Se expresa generalmente en puntos básicos, que representan un céntimo de punto porcentual. Por ejemplo, cuando se dice que el riesgo país de Venezuela es de 647 puntos básicos, esto significa que el rendimiento de los bonos de Venezuela es equivalente al de los bonos del tesoro americano incrementado en 6,47%.