

Restructurarea datoriei suverane în Uniunea Europeană: Rolul *Collective Action Clauses* în combaterea *Vulture Funds*

Sovereign Debt Restructuring in the European Union: The Role of *Collective Action Clauses* in Combatting *Vulture Funds*

Alexandru CHISTRUGA¹

Rezumat: Criza datoriei suverane din Grecia a scos la iveală slăbiciunile structurii financiare europene în fața presiunilor exercitate de fondurile speculative de tip *vulture funds*. Aceste fonduri au refuzat să participe la restructurarea datoriei, bazându-se pe protecția oferită de jurisdicțiile străine în care fuseseră emise obligațiunile, și au mizat pe strategia *holdout*, cerând rambursarea integrală, cu tot cu dobânzi, în condiții mult mai favorabile decât cele acceptate de ceilalți creditori. Situația a arătat cât de necesară era o reglementare mai clară la nivelul Uniunii Europene. Astfel, din 2013, au fost introduse *Collective Action Clauses* (CAC) în cazul obligațiunilor guvernamentale din zona euro, tocmai pentru a permite o restructurare a datoriei decisă de o majoritate calificată de creditori. În această lucrare urmează să analizăm fundamentele juridice și economice ale acestui mecanism, precum și modificările survenite în 2022, când a fost introdus votul agregat, menit să limiteze influența disproporționată a fondurilor speculative în cadrul proceselor de restructurare.

Cuvinte cheie: *Collective Action Clauses*, *vulture funds*, datoria suverană, Uniunea Europeană.

Abstract: The Greek sovereign debt crisis revealed the weaknesses of the European financial structure when faced with the pressures exerted by *vulture funds*. These funds refused to participate in the debt restructuring, relying on the protection offered by the foreign jurisdictions in which the bonds had been issued, and they bet on the *holdout* strategy, demanding full repayment, including interest, under much more favorable conditions than those accepted by other creditors. The situation clearly showed how important it was for the European Union to have clearer regulations in place. In response, *Collective Action Clauses* () were introduced in 2013 for government bonds in the euro area. These clauses were designed to make it possible for a debt restructuring to be decided by a qualified majority of creditors, preventing minority creditors from blocking the process.

¹ Doctorand, Facultatea de Drept, Universitatea „Alexandru Ioan Cuza” din Iași, e-mail: alexandruchistruga98@gmail.com

This paper will explore the legal and economic basis for this mechanism and also look at the changes made in 2022, when the new aggregated voting system was introduced, with the goal of reducing the excessive influence of speculative funds in debt restructurings.

Keywords: *Collective Action Clauses, vulture funds, sovereign debt, European Union*

1. Introducere

Implementarea proiectelor de investiții, creșterea cheltuielilor sociale, finanțarea războaielor, precum și orice altă activitate aflată în gestiunea statelor implică identificarea unor resurse semnificative de bani. Indiferent de perioada de timp la care ne raportăm, este practic imposibil să găsim state care reușesc să supra-viețuiască, cu atât mai puțin să se dezvolte, fără a se împrumuta. Modalitățile prin care statele reușesc să acumuleze resursele financiare sunt extrem de diversificate, în prezenta lucrare urmând să ne concentrăm atenția doar asupra acelor surse de finanțare care au o legătură directă cu investitorii de tip vulturi, cum ar fi împrumuturile sindicalizate și obligațiunile guvernamentale.

2. Contractele sindicalizate de împrumut

Încheierea unor contracte de împrumut cu Fondul Monetar Internațional, Banca Mondială sau băncile comerciale reprezintă una dintre cele mai importante surse de finanțare ale statelor². Contractele de împrumut pot fi clasificate în mai multe categorii, unul dintre criteriile de delimitare constând în numărul părților participante.

Astfel, există contracte de împrumut bilaterale, acestea fiind încheiate, în majoritatea cazurilor, de statele debitoare cu Fondul Monetar Internațional sau Banca Mondială. În același timp, statele pot încheia contracte bilaterale cu băncile regionale de dezvoltare, cum ar fi Banca Africană de Dezvoltare. Statele recurg la astfel de contracte de împrumut, întrucât pot obține condiții mai avantajoase datorită faptului că negocierile au loc între două părți care pot ajunge la un consens mai ușor, comparativ cu ipoteza în care negocierile ar avea loc cu mai mulți creditori³. Ca regulă, contractele de împrumut bilaterale nu sunt la fel de elaborate ca și contractele de împrumut multilaterale, scopul finanțării fiind, în majoritatea cazurilor, realizarea unui proiect de investiții⁴.

² D.M. Lindley, A.C. Lefever, *Governing Law in Sovereign Debt- Lessons from the Greek Crisis and Argentina Dispute of 2012 – A working Paper*, Committee on Foreign and Comparative Law, Februarie 2013, p. 7, disponibil pe internet la adresa: <https://www.nycbar.org/pdf/report/uploads/20072390-GoverningLawinSovereignDebt.pdf>, accesat la data de 18.06.2025.

³ R. Olivares-Caminal, *Sovereign Debt – Level 2*, ALSF Academy, p. 15, disponibil pe internet la adresa: <https://alsf.academy/sites/default/files/2021-04/2020-07-23%20-%20ALSF%20Academy%20Sovereign%20Debt%20Handbook%20-%20Level%20%20-%20EN%20-%20FOR%20PUBLISHING.pdf>, accesat la data de 18.06.2025.

⁴ Asian Development Bank, *Sovereign Lending And Grant Modalities, Quick Guide*, p. 3, disponibil pe internet la adresa: <https://www.adb.org/documents/sovereign-lending-grant->

Spre deosebire de contractele bilaterale, în cazul contractelor de împrumut multilaterale sumele de bani sunt destinate pentru scopuri care presupun investiții de câteva sute de milioane de dolari. Numărul creditorilor comerciali care ar fi gata să accepte contractarea unor astfel de împrumuturi este redus, motiv pentru care a fost propusă elaborarea contractelor de împrumuturi sindicalizate. După cum rezultă și din denumire, contractele sindicalizate presupun existența unui grup de creditori, cel mai des bănci comerciale, care au ales să se unească în „sindicate”⁵. Numărul creditorilor poate ajunge la câteva zeci de bănci comerciale, motiv pentru care aceștia desemnează o bancă reprezentativă, de regulă cea mai influentă, pentru a conduce negocierile în numele „sindicatului”⁶. Chiar dacă între părți se încheie un singur contract de împrumut, fiecare creditor va suporta doar o parte din finanțare, fiind distribuite în acest mod riscurile⁷.

De exemplu, un stat în curs de dezvoltare de pe continentul African, care ar vrea să obțină o finanțare de 3 miliarde de dolari are puține șanse să identifice o singură bancă comercială care să fie gata să-i împrumute o asemenea sumă de bani. Însă, acesta ar putea încheia un contract de împrumut sindicalizat cu un grup format din 10 bănci, fiecare din acestea urmând să suporte o anumită sumă de bani. În acest mod, băncile nu mai sunt supuse riscului de a pierde o sumă semnificativă de bani în ipoteza în care statul intră în incapacitate de plată, iar statul debitor nu mai este nevoit să piardă timpul esențial pentru negocieri distincte cu fiecare bancă în parte. Precizăm că în literatura de specialitate⁸ s-a reținut că această categorie de contracte este una dintre cele mai importante surse de finanțare pentru statele în curs de dezvoltare, reprezentând o componentă esențială atât a datoriei suverane interne, cât și a datoriei suverane externe⁹.

modalities-quick-guide, accesat la data de 18.06.2025.

⁵ H.V. Morais, *Legal Framework for Dealing with Sovereign Debt Defaults*, Current Legal Issues Affecting Central Banks, International Monetary Fund, 20 mai 1998, <https://doi.org/10.5089/9781557756954.071>, p. 337.

⁶ S. J. Lee, L.Q. Liu, V. Stebunovs, *Risk Taking and Interest Rates: Evidence from Decades in the Global Syndicated Loan Market*, IMF Working Paper, WP/17/16, ianuarie 2017, p. 11, disponibil pe internet la adresa: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/01/27/Risk-Taking-and-Interest-Rates-Evidence-from-Decades-in-the-Global-Syndicated-Loan-Market-44595>, accesat la data de 18.06.2025.

⁷ I. Hallak, *Why Borrowers Pay Premiums to Larger Lenders: Empirical Evidence From Sovereign Syndicated Loans*, Centre For Studies in Economics and Finance, University of Salerno, Ianuarie 2004, p. 1, disponibil pe internet la adresa: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.424321>, accesat la data de 18.06.2025.

⁸ F.C. Zacharias, *The Practical Impact of Underenforced Professional Rules: Legal Advertising Regulation and Beyond*, University of San Diego, School of Law, 29 august 2001, p.2, disponibil pe internet la adresa: <https://ssrn.com/abstract=281655> sau <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.281655>, accesată la data de 18.06.2025.

⁹ I. Hallak, P. Schure, *Why Larger Lenders Obtain Higher Returns: Evidence from Sovereign Syndicated Loans*, Carefin Working Paper nr. 4/09, Universita Bocconi, Ianuarie 2009, p. 1, disponibil pe internet la adresa: <https://ssrn.com/abstract=1350247>, accesat la data de 18.06.2025.

Expansiunea contractelor sindicalizate a început în anii 1970, cei mai importanți debitori fiind statele în curs de dezvoltare din Africa, Asia și America Latina¹⁰. Inițial, contractele de împrumut nu erau complexe, neexistând diferențe semnificative, comparativ cu contractele bilaterale de împrumut, cu excepția extinderii numărului de creditori. În perioada 1971-1982, cuantumul total al sumelor împrumutate statelor în curs de dezvoltare au crescut de la valori infime la peste 46 de miliarde de dolari, contractele bilaterale de împrumut fiind practic înlocuite în totalitate¹¹.

Cu toate acestea, în perioada 1982-1990, au existat o serie de state, în principal Brazilia, Argentina și Venezuela, care au refuzat să mai ramburseze împrumuturile din cauza faptului că rata dobânzii a crescut în mod exponențial, în condițiile în care prețul materiilor prime pe care le exportau era într-o continuă scădere¹². Drept consecință valoarea tuturor creditelor contractate a scăzut semnificativ, ajungând la doar 9 miliarde de dolari în 1985¹³. Având în vedere pierderile suferite de creditori, aceștia au decis să nu mai continue finanțarea statelor din America Latina, ceea ce putea determina un colaps economic al întregului continent. Pentru a evita o astfel de situație, S.U.A. au intervenit prin așa zisele „*Brady bonds*”¹⁴, inițiativă legislativă care a permis restructurarea contractelor sindicalizate prin transformarea acestora în obligațiuni guvernamentale garantate colateral¹⁵ de titlurile financiare emise de S.U.A.¹⁶.

3. Premisele extinderii obligațiunilor guvernamentale: *Brady bonds*

Planul *Brady* presupunea convingerea băncilor comerciale să renunțe la o parte din creanțe în schimbul transformării contractelor de împrumut neperformante în alte instrumente financiare, în principal în obligațiuni guvernamentale

¹⁰ B. Gadanecz, *The syndicated loan market: structure, development and implication*, BIS Quartely Review, Decembrie 2004, p. 76, disponibil pe internet la adresa: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0412g.pdf, accesat la data de 18.06.2025.

¹¹ *Ibidem*.

¹² A. Isgut, *Addressing sovereign debt challenges in the era of covid-19 and beyond: The role of the United Nations*. Asia-Pacific Sustainable Development Journal, Vol. 28, No. 2, p. 3, disponibil pe internet la adresa: https://www.unescap.org/sites/default/d8files/2022-03/APSDJ%20Vol.28_No.2-5_31_03_22.pdf, accesat la data de 18.06.2025.

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ Y. Qian, *Brady bonds and the Potential for Debt Restructuring in the Post-Pandemic Era*, GCI Working Paper 018, Global China Initiative, Global Development Policy Center, septembrie 2021, p.1, disponibil pe internet la adresa: https://www.bu.edu/gdp/files/2021/09/GCI_WP_018_FIN.pdf, accesat la data de 18.06.2025.

¹⁵ International Monetary Fund, *The Sensitivity of Secondary Sovereign Loan Market Returns to Macroeconomic Fundamentals*, IMF Working Papers, Volume 1990: Issue 055, 1 ianuarie 1990, p. 16, disponibil pe internet la adresa: <https://doi.org/10.5089/9781451968989.001>, accesat la data de 18.06.2025.

¹⁶ B. Gadanecz, *op. cit.* p. 76.

garantate colateral de instrumentele financiare emise de S.U.A.¹⁷. În același timp, băncile comerciale aveau posibilitatea fie să cesioneze contractele de împrumut statelor debitoare în schimbul unui *discount*, fie să încheie alte contracte de împrumut, în aceleași condiții, cu mențiunea că erau obligate să accepte o dobândă mai mică¹⁸.

Astfel, indiferent de alegerea băncilor, acestea erau nevoite să renunțe la o parte din creanțele pe care le dețineau împotriva statelor debitoare. Având în vedere că șansele ca statele debitoare să-și execute obligațiile în timpul apropiat erau infime, băncile au fost nevoite să accepte planul Brady, obținând în acest mod, cel puțin, o parte din banii împrumutați.

În majoritatea cazurilor, creditorii au optat pentru transformarea contractelor sindicalizate neperformante în *Brady bonds*¹⁹. Această categorie de obligațiuni guvernamentale era emisă în urma negocierilor purtate între statul debitor și băncile comerciale, care erau de acord cu restructurarea împrumuturilor acordate. În acest sens, statul debitor, în schimbul adoptării unor reforme structurale, obținea de la Fondul Monetar Internațional sau de la Banca Mondială posibilitatea de a încheia contracte de împrumut în condiții preferențiale. În continuare, statul debitor era obligat să folosească banii împrumutați pentru achiziționarea de obligațiuni guvernamentale emise de S.U.A.²⁰.

Următoarea etapă presupunea emiterea de către statul debitor a obligațiunilor guvernamentale, acestea fiind garantate colateral de obligațiunile guvernamentale achiziționate anterior. Băncile comerciale au fost de acord să transforme contractele sindicalizate în *Brady bonds*, întrucât aveau garanția că vor obține sumele de bani împrumutate la scadență. Astfel, chiar dacă statul debitor nu își onora obligațiile asumate la scadență, creditorii aveau posibilitatea de a executa direct obligațiunile guvernamentale emise de S.U.A.²¹.

¹⁷ U.S. Das, M.G. Papaioannou, C. Trebesch, *Sovereign Debt Restructuring 1950-2010: Concepts, Literature Survey, and Stylized Facts*, IMF Working Paper, WP/12/203, 2012, p. 18, disponibil pe internet la adresa: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Debt-Restructurings-1950-2010-Literature-Survey-Data-and-Stylized-Facts-26190>, accesat la data de 18.06.2025.

¹⁸ J. Clark, *Debt Reduction and Market Reentry under the Brady Plan*, *Quarterly Review*, Winter 1993-94, Volume 18, Number 4, Federal Reserve Bank of New York, p. 41, disponibil pe internet la adresa: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/quarterly_review/1993v18/v18n4article3.pdf, accesat la data de 18.06.2025.

¹⁹ Federal Reserve System, *Brady bonds and Other Emerging-Markets Bonds*, Section 4255.1, Trading and Capital-Markets Activities Manual, Februarie 1998, p. 1, disponibil pe internet la adresa: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/trading/4000p2.pdf>, accesat la data de 18.06.2025.

²⁰ M. Choudhry, *Brady bonds*, *Advanced Fixed Income Analysis*, Decembrie 2004, p. 1069, disponibil pe internet la adresa: DOI: 10.1016/B978-075066263-5.50013-6, accesat la data de 18.06.2025.

²¹ J.F. Hornbeck, *Ecuador's Brady Bond Default: Background and Implications*, Congressional Research Service Reports, UNT Libraries Government Documents

Propunerea Brady s-a dovedit a fi eficientă, fiind implementată în 17 state, printre care Mexic, Argentina, Bolivia, Brazilia, Costa Rica, Ecuador, Peru și Venezuela²². Pentru a înțelege amploarea acestei propuneri, 50 de miliarde de dolari reprezentând împrumuturi suverane nerentabile au fost transformate în obligațiuni guvernamentale, majoritatea statelor debitoare reușind să-și redreseze economia²³.

Unul dintre cele mai importante efecte care interesează prezenta lucrare este faptul că obligațiunile guvernamentale au devenit cea mai importantă sursă de finanțare ale statelor aflate în curs de dezvoltare²⁴. Altfel spus, împrumuturile sindicalizate au fost înlocuite cu obligațiunile guvernamentale, ceea ce a determinat extinderea categoriilor de creditori de la băncile comerciale și alte instituții financiare, la fonduri de investiții, *vulture funds* și chiar simpli particulari²⁵.

4. Scurte precizări privind restructurarea datoriei suverane

Deși extinderea utilizării obligațiunilor guvernamentale a oferit statelor debitoare numeroase avantaje, permițându-le să mobilizeze rapid resurse în condiții de piață favorabile, situația se schimbă radical atunci când statele debitoare intră în incapacitate de plată. Spre deosebire de împrumuturile sindicalizate, unde statele debitoare negociază cu un grup restrâns de creditori, în cazul obligațiunilor categoria de creditori este extrem de diversificată, procesul de restructurare a titlurilor financiare fiind mult mai complex.

În esență, obiectivul general al negocierilor purtate în vederea restructurării datoriei suverane constă în convingerea creditorilor să accepte o diminuare a valorii creanțelor pe care le dețin²⁶. Pentru a facilita acest demers, deținătorii sunt grupați, de regulă, pe serii de obligațiuni, statul debitor purtând discuții distincte cu fiecare grup în parte. Dacă negocierile la nivel de grup și-au atins scopul, proiectul de restructurare se supune unui vot agregat la care participă toți deținătorii de

Department, UNT Digital Library, 1 februarie 2000, p. 5, disponibil pe internet la adresa: <https://file.wikileaks.org/file/crs/RL30348.pdf>, accesat la data de 18.06.2025.

²² U.S. Das, M.G. Papaioannou, C. Trebesch, *op. cit.*, p. 18.

²³ I. Izvorski, *Brady bonds and Default Probabilities*, IMF Working Paper, WP/98/16, International Monetary Fund, februarie 1998, p. 4, disponibil pe internet la adresa: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Brady-Bonds-and-Default-Probabilities-2510>, accesat la data de 18.06.2025.

²⁴ S.D. Kamenis, *Vulture funds and the Sovereign Debt Market: Lessons from Argentina and Greece*, Research Paper no 13, Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, 2014, p. 8, disponibil pe internet la adresa: http://bibliotheque.pssfp.net/livres/VULTURE_FUNDS_AND_THE_SOVEREIGN_DEBT_MARKET1.pdf, accesat la data de 18.06.2025.

²⁵ D.J. Brutti, *op. cit.*, p. 1828.

²⁶ A. Delivorias, *Single-limb collective action clauses: a short introduction*, European Parliamentary Research Service, iulie 2019, disponibil pe internet la adresa: [Single-limb collective action clauses: A short introduction](https://www.parliament.europa.eu/eprs/Single-limb%20collective%20action%20clauses%20A%20short%20introduction) | Think Tank | European Parliament, accesat la data de 22.06.2025.

obligațiuni. Doar în măsura în care planul este aprobat în unanimitate, negocierile pot fi considerate încheiate.

Având în vedere că majoritatea creditorilor nu își pot permite să păstreze în portofoliu obligațiuni nerentabile, aceștia acceptă, de regulă, o reducere a valorii creanțelor deținute. Dinamica negocierilor devine însă mult mai complexă atunci când printre deținători se numără fonduri speculative de tip vulturi, care, în mod, constant, resping orice concesiune propusă de statul debitor și urmăresc recuperarea integrală a valorii nominale a titlurilor cumpărate pe piața secundară²⁷. Cel mai des, aceste fonduri recurg la declanșarea unor litigii în contradictoriu cu statele debitoare, reușind într-un final să își atingă scopul. Cele mai elocvente exemple în acest sens sunt litigiile câștigate în contradictoriu cu Republica Panama, Peru și Argentina²⁸.

Acest tip de comportament a fost facilitat de condițiile contractuale care au guvernat emisiunile de obligațiuni de la sfârșitul secolului al XX-lea²⁹. Astfel, restructurarea obligațiunilor guvernamentale emise în anii 90 presupunea, de regulă, obținerea acordului tuturor creditorilor sau, cel puțin, a unei majorități absolute. Această cerință conferea unui număr restrâns de creditori puterea de a bloca procesul de negociere, generând întârzieri semnificative și prelungind perioada în care statul debitor era nevoit să adopte politici de austeritate drastice. Având în vedere aceste circumstanțe, investitorii de tip vulturi puteau, cu ușurință, să blocheze orice încercare de restructurare și să constrângă statele debitoare să plătească valoarea nominală a titlurilor financiare, chiar și în detrimentul intereselor colective ale celorlalți creditori.

Pentru a depăși aceste obstacole și a eficientiza procesul de restructurare, statele debitoare au început să includă în contractele care reglementează emisiunile de obligațiuni guvernamentale clauze colective de acțiune (*Collective Action Clauses* – CACs). Aceste clauze permit creditorilor să modifice termenii contractuali inițiali cu votul unei majorități calificate, de regulă 75%, prevenind astfel blocajele generate de opoziția unor creditori minoritari³⁰. Spre exemplu, dacă majoritatea calificată este întrunită, creditorii pot aproba reducerea valorii nominale a obligațiunilor, facilitând ieșirea statului debitor din situația de incapacitate de plată.

²⁷ C. Spate, G. Tresca, *Collective Action Clauses in a rising debt world*, Core Matters, 26 octombrie 2021.

²⁸ J.I. Blackman, R. Mukhi, *The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation: Vultures, Alter Egos, and Other Legal Fauna*, Law and Contemporary Problems, Volumul 73, Issue 47, p. 53, disponibil pe internet la adresa: [The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation: Vultures, Alter Egos, and Other Legal Fauna](#), accesat la data de 22.06.2025.

²⁹ M. Bradley, M. Gulati, *Collective Action Clauses for the Eurozone*, Oxford University Press on behalf of the European Finance Association, 2013, disponibil pe internet la adresa: [Collective Action Clauses for the Eurozone* | Review of Finance | Oxford Academic](#), accesat la data de 23.06.2025

³⁰ G. Spate, G. Tresca, *op. cit.*, p. 3.

5. Eficiența CACs în combaterea tacticilor abuzive ale fondurilor speculative

Având în vedere tematica prezentei lucrări, ne vom concentra atenția asupra modelelor de CACs implementate de anumite state membre ale Uniunii Europene.

5.1. Precizări introductive

Începând cu anul 2003, o parte dintre statele membre ale Uniunii Europene au început să includă CACs în emisiunile lor de obligațiuni guvernamentale³¹. În conformitate cu exemplele analizate anterior, aceste clauze confereau unei majorități calificate de 75% dintre deținătorii de obligațiuni posibilitatea de a modifica termenele de scadență, de a reduce valoarea nominală a obligațiunilor sau de a accepta plata contravalorii titlurilor financiare într-o altă monedă. Precizăm că singurele state membre care nu au adoptat CACs au fost Grecia și Italia³².

Consecințele acestei decizii s-au resimțit puternic în cazul Greciei, atunci când, în perioada 2010-2012, statul a demarat negocierile pentru restructurarea datoriei suverane. Fără a intra prea mult în detalii, menționăm că datoria guvernamentală restantă a Greciei se ridica la aproximativ 356 miliarde de euro³³, o parte semnificativă fiind reprezentată de obligațiuni guvernamentale reglementate atât de legislația națională, cât și de cea străină.

Lipsa includerii CACs în documentația aferentă emisiunilor de obligațiuni amenința să blocheze procesul de restructurare pentru o perioadă îndelungată. Pentru a depăși acest obstacol, Grecia a adoptat Legea nr. 4050/2012 prin care a introdus retroactiv CACs în toate obligațiunile guvernate de dreptul intern, permițând astfel impunerea planului de restructurare chiar și în prezența unor deținători care au votat împotriva ofertei³⁴.

Deși acest mecanism s-a dovedit a fi eficient în cazul obligațiunilor guvernate de legislația națională, situația a fost diferită pentru titlurile guvernate de legislația străină. Parlamentul grec nu a avut competența de a modifica retroactiv

³¹ N. Layher, E. Samunderu, *The Impact of the Introduction of Uniform European Collective Action Clauses on European Government Bonds as a Regulatory Result of the European Sovereign Debt Crisis*, Journal of Risk and Financial Management, 2020, p. 4, disponibil pe internet la adresa: The Impact of the Introduction of Uniform European Collective Action Clauses on European Government Bonds as a Regulatory Result of the European Sovereign Debt Crisis, accesat la data de 23.06.2025.

³² Economic and Financial Committee, *Implementation of the EU commitment on Collective Action Clauses in documentation of International Debt Issuance*, disponibil pe internet la adresa: https://economic-financial-committee.europa.eu/document/download/d48af999-f110-4778-b06b-0fbadfd7b781_en?filename=cacs_en.pdf, accesat la data de 22.06.2025.

³³ G. Spate, G. Tresca, *op. cit.*, p. 5.

³⁴ Legea 4050/2012 Reguli privind modificarea titlurilor emise sau garantate de Statul Elen prin acordul deținătorilor de obligațiuni, disponibil pe internet la adresa: NOMOS 4050/2012, accesat la data de 23.06.2025.

condițiile contractuale aplicabile obligațiunilor guvernate de dreptul englez, japonez sau elvețian, rezultatul fiind că mai mult de 50% din titlurile financiare nu au putut fi restructurate, deținătorii de obligațiuni refuzând oferta Greciei³⁵.

5.2. *Double-limb CACs*: premise, aplicații și limite în practică

În contextul crizei din Grecia, la 2 februarie 2012, cele 19 state membre ale Uniunii Europene au semnat Tratatul privind Mecanismul European de Stabilitate (MES), având drept scop asigurarea stabilității financiare în zona euro³⁶. O prevedere esențială pentru lucrarea de față este articolul 12, alineatul 3, care impunea, începând cu 1 ianuarie 2013, includerea obligatorie a unui model unic de CACs în toate obligațiunile guvernamentale cu scadență mai mare de un an³⁷.

Modelul adoptat de statele semnatare a fost de tipul *double-limb*, cu mențiunea că pragurile de majoritate variau în funcție de clauza ce urma a fi modificată³⁸. Astfel, pentru modificările cele mai semnificative, precum reducerea valorii nominale a obligațiunilor, era necesar votul favorabil a 75% dintre creditori pe fiecare serie în parte, precum și aprobarea agregată a două treimi din totalul creditorilor³⁹.

În ceea ce privește această categorie de clauze colective, procesul de restructurare era similar celui aplicat obligațiunilor emise în anii 90, însă cu diferența esențială că majoritatea necesară pentru finalizarea cu succes a negocierilor era stabilită în mod expres⁴⁰. Astfel, nu mai este obligatoriu ca proiectul planului de restructurare să fie votat în unanimitate, fiind suficientă atingerea unui prag de 75% din numărul creditorilor.

Ulterior, proiectul planului de restructurare trebuie să fie aprobat cu un vot agregat de 2/3 din numărul deținătorilor de obligațiuni⁴¹. Acest mecanism întărește poziția de negociere a statului debitor, întrucât nu mai este condiționat de acceptul unanim al creditorilor. CACs au fost create tocmai pentru a limita comportamentul de tip *holdout*, prin care anumiți creditori, în special fondurile speculative, refuză să participe la restructurare în speranța că vor obține condiții mai bune decât ceilalți, fie prin presiuni juridice, fie prin refuzul de a coopera.

Cu toate acestea, *double-limb* pot fi ocolite de investitorii de tip vulturi prin acumularea unei ponderi suficiente dintr-o serie de obligațiuni, asigurându-și astfel minoritatea de blocaj. De exemplu, un stat ar putea emite trei serii de obligațiuni

³⁵ G. Spate, G. Tresca, *op. cit.*, p. 5.

³⁶ ESM Treaty - consolidated version, disponibil pe internet la adresa: ESM Treaty - consolidated version (all official languages of ESM Members) | European Stability Mechanism, accesat la data de 24.06.2025.

³⁷ *Ibidem*.

³⁸ Economic and Financial Committee, *Euro area Model CAC 2012*, disponibil pe internet la adresa: Euro area Model CAC 2012 - European Union, accesat la data de 24.06.2025.

³⁹ Common Terms of Reference Model CAC 2012, disponibil pe internet la adresa: 6bf4472b-d75a-4c68-a70b-f9e97957c43d_en, accesat la data de 24.06.2025.

⁴⁰ *Ibidem*.

⁴¹ *Ibidem*.

cu valori diferite: Seria A, în valoare de 100 milioane de euro; Seria B, de 300 milioane de euro, și Seria C, de 400 milioane de euro. În situația în care statul intră în incapacitate de plată și începe negocierile cu creditorii, va fi necesar să obțină aprobarea a 75% din fiecare grup. Investitorii speculativi pot cumpăra obligațiuni din Seria A, investind aproximativ 25 milioane de euro, pentru a-și asigura minoritatea necesară blocării acordului.

Astfel, chiar dacă creditorii din Seriile B și C susțin planul de restructurare cu majoritatea cerută, acesta nu poate fi aprobat dacă Seria A se opune. Ca urmare, statul debitor este forțat fie să accepte condițiile impuse de investitorii de tip vulturi, fie să suporte consecințele prelungirii procesului de restructurare și incapacității de a-l finaliza.

Mai mult, din cauza imposibilității de finalizare a negocierilor, creditorii din Seriile B și C vor prefera să se debaraseze de titlurile nerentabile, vânzându-le pe piața secundară de capital cu un discount semnificativ. Având în vedere incertitudinea cu privire la soarta negocierilor, creditorii dispuși să investească în astfel de titluri financiare vor fi, în mod preponderent, fondurile speculative, în special investitorii de tip vulturi, care, în majoritatea cazurilor, sunt cele care au generat blocajul în procesul de restructurare. În acest mod, fondurile speculative reușesc să și asigure minoritatea de blocat și asupra acestor serii, consolidându-și puterea de a împiedica restructurarea și obținând în final profituri exorbitante.

5.3. *Cofina Bonds*: cum 30% din creditorii pot controla un proces de restructurare

Un exemplu elocvent în acest sens este situația Puerto Rico care în anul 2017 a declarat intrarea în faliment drept urmare a faptului că nu își mai putea onora obligațiile față de creditorii, datoria suverană fiind de aproximativ 74 de miliarde de dolari în obligațiuni guvernamentale și municipale⁴².

Pentru prezenta lucrare ne interesează în mod deosebit procesul de restructurare a unei serii de obligațiuni guvernamentale, denumite *Cofina bonds*. Cu titlu prealabil, precizăm că au existat două categorii de *Cofina Bonds*, respectiv *senior bonds* și *subordinated bonds*. După cum rezultă și din denumirea acestora, *senior bonds* acordau mai multe facilități, cea mai importantă fiind rambursarea cu prioritate. Valoarea totală pe care Puerto Rico trebuia să o ramburseze în cazul *Cofina Bonds* era de aproximativ 17.5 miliarde de dolari plus dobândă penalizatoare.

O parte semnificativă din această sumă era deținută de *Cofina Senior Bondholders Coalition*, cei mai importanți exponenți ai acesteia fiind *Baupost Group* și *GoldenTree*⁴³. Ambii creditorii au profitat de pe urma uraganului Maria care a

⁴² G. Depersio, *The origins of the Puerto Rican Debt Crisis*, Investopedia, 31 ianuarie 2022, disponibil pe internet la adresa: <https://www.investopedia.com/articles/investing/090915/origins-puerto-rican-debt-crisis.asp>, accesat la data de 25.06.2025.

⁴³ HedgeClippers, *Pain and Profit After Maria, Companies Taking Puerto Rico by Storm*, Hedge Papers No. 58, disponibil pe internet la adresa: https://hedgeclippers.org/wp-content/uploads/2018/05/HedgeClippers_Pain-And-Profit-51018.pdf, accesat la data de 25.06.2025.

determinat scăderea semnificativă a prețurilor obligațiunilor⁴⁴. În acest sens, *GoldenTree* a cumpărat o cantitate semnificativă de subordinated bonds la un preț de doar 15 cenți per obligațiune. Conform literaturii de specialitate, doar în urma acestei tranzacții, *Golden Tree* a reușit să obțină un profit de circa 160 milioane de dolari⁴⁵. La fel, *Baupost Group* au achiziționat *senior bonds* la un preț de 55 cenți per obligațiune, investind aproximativ 900 milioane de dolari. Drept rezultat, fondul de investiție a reușit să obțină un profit de peste 170 milioane de dolari.

Astfel, ambele fonduri de investii, care sunt, de fapt *vulture funds*, au reușit să obțină un profit de aproximativ 300 milioane de dolari doar în urma unei singure tranzacții profitând, în primul rând, de dezastrul cauzat de uraganul Maria care a distrus practic tot sistemul energetic din Puerto Rico, determinând stagnarea economică a acestui teritoriu, iar în al doilea rând de puterea de negociere pe care o dețineau⁴⁶. În acest sens, planul de restructurare adoptat a fost negociat în asemenea mod încât creanțele deținute de *vulture funds* să fie reduse nesemnificativ.

De exemplu, prețul pe care l-au obținut creditorii care dețineau în portofoliu *senior bonds* a fost de 93 cenți per obligațiune, iar cei care dețineau subordinated bonds a fost de 54 cenți per obligațiune. Având în vedere că *vulture funds* au investit în special în *senior bonds*, plătind un preț mai mic de 60 de cenți per obligațiune, profitul acestora a ajuns să fie de aproximativ un miliard de dolari. Altfel spus, chiar dacă în urma procesului de restructurare, datoria acumulată de Puerto Rico a fost redusă cu circa 5 miliarde de dolari, *vulture funds* au reușit să obțină un profit semnificativ, spre deosebire de ceilalți creditori care au fost nevoiți să accepte o reducere semnificativă a propriilor creanțe.

Pe lângă *GoldenTree* și *Baupost Group*, au existat și alți *vulture funds* care au profitat de pe urma uraganului Maria, printre care *Aristeia Capital LLC*, *Canyon Capital Advisors*, *Fideicomiso Plaza*, *Asset Management LP*, *Whitebox Advisors LLC* și alții⁴⁷. Dacă am admite că majoritatea *vulture funds* au achiziționat *senior bonds*

⁴⁴ J.C. Arbasetti, C. Minet, A.V. Hernandez, J. Stites, *Who owns Puerto Ricos Debt, Exactly? We have tracked Down 10 of the Biggest Vulture Funds*, 17 octombrie 2017, disponibil pe internet la adresa: https://inthesetimes.com/features/puerto_rico_debt_bond_holders_vulture_funds_named.html, accesat la data de 24.06.2025

⁴⁵ N. Renta, M. Corsers, S. Bhatti, *PROMESA has Failed: How a Coloial Board is Enriching Wall Street and Hurting Puerto Ricans*, The Center For Popular Democracy, septembrie 2021, disponibil pe internet la adresa: <https://acreinstitute.org/wp-content/uploads/2021/09/ENGLISH-PROMESA-Has-Failed-Report-CPD-ACRE-9-14-2021-FINAL.pdf>, accesat la data de 25.06.2025.

⁴⁶ J.C. Arbasetti, C. Minet, A.V. Hernandez, J. Stites, *Who owns Puerto Ricos Debt, Exactly? We have tracked Down 10 of the Biggest Vulture Funds*, 17 octombrie 2017, disponibil pe internet la adresa: https://inthesetimes.com/features/puerto_rico_debt_bond_holders_vulture_funds_named.html, accesat la data de 25.06.2025.

⁴⁷ D. Abner, *The Cofina Agreement, Part 2: Profits for the Few*, LittleSis Public Accountability Initiative, 20 noiembrie 2018, disponibil pe internet la adresa: <https://littlesis.org/news/the-cofina-agreement-part-2-profits-for-the-few/>, accesat la data de 25.06.2025.

la un preț de 55 cenți per obligațiune, atunci, în urma adoptării planului de restructurare, profitul acestora ar fi de circa 1,026,305,419 dolari⁴⁸. În realitate, profitul ar putea fi mult mai mare, întrucât au existat perioade în care prețul *senior bonds* a fost mult mai mic. În același timp, chiar dacă în urma adoptării planului de restructurare valoarea pe care o puteau obține creditorii din subordinated bonds a fost redusă la 54 de cenți per dolar⁴⁹, *vulture funds* au reușit să obțină un profit de peste 300 de milioane de dolari, ceea ce reprezintă o rentabilitate de peste 260% a capitalului investit⁵⁰.

În cazul *Cofina Bonds*, activitatea *vulture funds* s-a rezumat la achiziționarea obligațiunilor pe piața secundară de capital și participarea la negocieri privind restructurarea acestora. Având în vedere că *Cofina Senior Bondholders Coalition* deținea *cofina bonds* în cuantum de peste 5.2 miliarde de dolari, adică aproximativ 30% din întreaga datorie, s-a reușit impunerea propriilor condiții privind restructurarea datoriei acumulate. În acest sens, valoarea *senior bonds* a fost redusă la doar 93 de cenți per obligațiune⁵¹ ceea ce a permis *vulture funds* să obțină un profit de peste un miliard de dolari, aceștia obținând practic valoarea nominală a obligațiunilor. Precizăm că *vulture funds* și-au plasat resursele financiare, în mod preponderent, în *senior bonds*, subordinated bonds fiind deținute, ca regulă, de companiile private din Puerto Rico sau de simplii particulari. Chiar și în aceste condiții, o parte din *vulture funds* au profitat de prețul redus al subordinated bonds, investind aproximativ 250 milioane de dolari în perioada în care prețul acestora era de circa 15 cenți per dolar, obținând un profit extraordinar.

Exemplul *Cofina Bonds* demonstrează cum un grup care deținea doar 30% din întreaga creanță a reușit să impună propriile condiții, ceilalți creditori fiind nevoiți să accepte reducerea propriilor creanțe. Planul de restructurare nu putea fi adoptat fără acordul *vulture funds*, statul debitor fiind nevoit să accepte cerințele acestei categorii de creditori.

5.4. Eficiența single-limb CACs în prevenirea tacticilor *holdout*

Având în vedere vulnerabilitățile modelului *double limb* în fața creditorilor speculativi, statele membre ale Uniunii Europene au decis, la 4 decembrie 2018, să

⁴⁸ *Ibidem*.

⁴⁹ K. Aronoff, *Vulture Funds Stand to Make Millions in Wake of Hurricane Maria*, The Intercept, 28 septembrie 2018, disponibil pe internet la adresa: <https://theintercept.com/2018/09/28/puerto-rico-hurricane-maria-recovery-funds/>, accesat la data de 25.06.2025.

⁵⁰ D. Abner, C. Kevin, *The COFINA Agreement, Part 2: Profits for the Few*, Committee for the Abolition of Illegitimate Debt, 3 decembrie 2018, disponibil pe internet la adresa: <https://www.cadtm.org/The-COFINA-Agreement-Part-2-Profits-for-the-Few>, accesat la data de 25.06.2025.

⁵¹ K. Pierog, *Puerto Rico bond prices surge as restructuring deals struck*, Reuters, 9 august 2018, disponibil pe internet la adresa: <https://www.reuters.com/article/usa-puertorico-bonds/update-1-puerto-rico-bond-prices-surge-as-restructuring-deals-struck-idUSL1N1V01HV/>, accesat la data de 25.06.2025.

modifice clauzele colective, adoptând modelele *single-limb CACs*⁵². Spre deosebire de varianta anterioară, *single-limb CACs* permit adoptarea planului de restructurare printr-o majoritate calificată de 75% exprimată agregat de către toți deținătorii de obligațiuni⁵³. Astfel, nu mai este necesară aprobarea planului la nivelul fiecărei serii de obligațiuni, ci este suficient ca 75% din totalul creditorilor să susțină propunerea emisă de statul debitor.

În această situație, acumularea unui procent de obligațiuni suficient pentru a asigura o minoritate de blocaj devine aproape imposibilă, implicând costuri exagerate chiar și pentru investitorii de tip *vulture funds*. Revenind la exemplul anterior, în care au fost emise trei serii distincte de obligațiuni în valoare totală de 800 milioane de dolari, fondurile speculative ar trebui să investească aproximativ 200 milioane de dolari pentru a bloca procesul de restructurare. Ca urmare, numărul investitorilor dispuși să se angajeze într-un astfel de conflict cu statele debitoare ar scădea considerabil, *single-limb CACs* reprezentând astfel un instrument eficient în contracararea tacticilor specifice fondurilor speculative.

La nivelul Uniunii Europene, *single-limb CACs* sunt obligatorii pentru toate obligațiunile guvernamentale cu scadență mai lungă de un an de zile emise începând cu 1 ianuarie 2022⁵⁴. Prin urmare, cel puțin în cadrul Uniunii Europene, implementarea modelului *single-limb CACs* reprezintă un pas important în diminuarea riscurilor asociate acțiunilor întreprinse de fondurile speculative. Totuși, eficiența acestui model va putea fi confirmată doar în practică, în contextul unor viitoare procese de restructurare a datoriei.

6. Concluzii

Deși modelul *single-limb CACs* s-a dovedit a fi un instrument eficient de protecție împotriva fondurilor speculative, aplicabilitatea sa rămâne limitată în practică. Fondurile de tip *vulture funds* și-au concentrat rareori atenția asupra datoriilor suverane ale statelor membre ale Uniunii Europene, exemplul Greciei fiind unul izolat. În schimb, aceste entități vizează cu precădere statele în curs de dezvoltare din America Latină și Africa, acolo unde cadrul juridic și economic este mai fragil, iar posibilitățile de apărare ale debitorilor sunt reduse.

Majoritatea acestor state evită introducerea *CACs* în titlurile financiare emise, întrucât o asemenea reformă contractuală ar presupune acordarea unor condiții mai atractive pentru creditorii, cum ar fi dobânzi mai ridicate sau alte forme de compensare a riscului. Însă, în condițiile unei economii instabile și a unui grad

⁵² Economic and Financial Committee, *Collective Action Clauses in the Euro area*, disponibil pe internet la adresa: Collective Action Clauses in the Euro area - European Union, accesat la data de 25.06.2025.

⁵³ Common Terms of Reference Single Limb CAC, disponibil pe internet la adresa: Collective Action Clauses in the Euro area - European Union, accesat la data de 25.06.2025.

⁵⁴ Economic and Financial Committee, *Collective Action Clauses in the Euro area*, disponibil pe internet la adresa: Collective Action Clauses in the Euro area - European Union, accesat la data de 25.06.2025.

ridicat de îndatorare, aceste costuri suplimentare sunt greu de suportat. În consecință, multe dintre aceste state recurg, în cel mai bun caz, la clauze de tip *double-limb*, care, așa cum s-a demonstrat, pot fi exploatate cu ușurință de către investitorii speculativi.

Prin urmare, deși dezvoltarea și implementarea modelului *single-limb* CACs reprezintă un progres semnificativ în arhitectura juridică a restructurării datoriei, acest mecanism nu poate elimina în mod definitiv fenomenul *vulture funds* atâta timp cât cele mai vulnerabile economii nu dispun de capacitatea financiară și instituțională de a adopta astfel de instrumente. Stabilizarea economică a acestor state este o condiție prealabilă esențială, însă greu de atins în contextul actual, marcat de efectele prelungite ale pandemiei de Covid-19 și de conflictele armate din Europa și Orientul Mijlociu.

Referințe:

- Choudhry M., *Brady bonds*, Advanced Fixed Income Analysis, Decembrie 2004, DOI: 10.1016/B978-075066263-5.50013-6.
- Clark J., *Debt Reduction and Market Reentry under the Brady Plan*, *Quarterly Review*, Winter 1993-94, Volume 18, Number 4, Federal Reserve Bank of New York.
- Delivorias A., *Single-limb collective action clauses: a short introduction*, European Parliamentary Research Service, iulie 2019.
- Economic and Financial Committee, *Implementation of the EU commitment on Collective Action Clauses in documentation of International Debt Issuance*.
- Gadanecz B., *The syndicated loan market: structure, development and implication*, BIS Quarterly Review, Decembrie 2004.
- Hallak I., *Why Borrowers Pay Premiums to Larger Lenders: Empirical Evidence From Sovereign Syndicated Loans*, Centre For Studies in Economics and Finance, University of Salerno, Ianuarie 2004.
- International Monetary Fund, *The Sensitivity of Secondary Sovereign Loan Market Returns to Macroeconomic Fundamentals*, IMF Working Papers, Volume 1990: Issue 055, 1 ianuarie 1990, <https://doi.org/10.5089/9781451968989.001>.
- Kamenis S.D., *Vulture funds and the Sovereign Debt Market: Lessons from Argentina and Greece*, Research Paper no 13, Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, 2014.
- Layher N., Samunderu E., *The Impact of the Introduction of Uniform European Collective Action Clauses on European Government Bonds as a Regulatory Result of the European Sovereign Debt Crisis*, *Journal of Risk and Financial Management*, 2020.
- Lindley D.M., Lefever A.C., *Governing Law in Sovereign Debt- Lessons from the Greek Crisis and Argentina Dispute of 2012 – A working Paper*, Committee on Foreign and Comparative Law, Februarie 2013.
- Morais H.V., *Legal Framework for Dealing with Sovereign Debt Defaults*, Current Legal Issues Affecting Central Banks, International Monetary Fund, 20 mai 1998, <https://doi.org/10.5089/9781557756954.071>.