

Francisco J. Cantamutto

COORDINADOR

Debates actuales sobre dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina



COLECCIÓN
ECONOMÍA



Debates actuales sobre dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina / Francisco J. Cantamutto ... [et al.] ; coordinación general de Francisco J. Cantamutto. -1ª ed.- Bahía Blanca: Editorial de la Universidad Nacional del Sur. Ediuns, 2023.
Libro digital, PDF

Archivo Digital: descarga y online
ISBN 978-987-655-327-8

1. Argentina. 2. Deuda Pública. I. Cantamutto, Francisco J., coord.
CDD 336.340982



Editorial de la Universidad Nacional del Sur

Santiago del Estero 639 – B8000HZK – Bahía Blanca – Argentina

Tel.: 54-0291-4595173 / Fax: 54-0291-4562499

www.ediuns.com.ar | ediuns@uns.edu.ar



**Libro
Universitario
Argentino**

CiN REUN

Red de Editoriales
de Universidades Nacionales
de la Argentina

Diagramación de interior y tapa: Fabián Luzi
ilustración de tapa y portadas interiores: Juan Cerioni

Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución - No Comercial-Sin Derivadas. <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>



Bahía Blanca, Argentina, mayo de 2023.

© 2023 Ediuns.

Índice

INTRODUCCIÓN	5
--------------------	---

PARTE 1. ARGENTINA EN EL MARCO INTERNACIONAL

> **Discusiones en el plano internacional**

- El financiamiento de las instituciones internacionales: el FMI y el Banco Mundial.....13
María Emilia Val y Pablo Nemiña
- La AFI en las crisis de deuda en el período entre-crisis (2007-2020)..... 32
Lucas Castiglioni
- La élite financiera. Una caracterización de los acreedores privados de la Argentina en la última reestructuración (2020) 54
Ayelén Álvarez
- Los mecanismos para la resolución de crisis de deuda soberana: transformaciones y propuestas 72
María Emilia Val

> **Discusiones en el plano regional**

- La economía frente a la deuda externa; con los “ojos bien cerrados” 84
Gustavo Burachik
- La deuda en América Latina y el Caribe durante la pandemia - Sus impactos de género 92
Juan Pablo Bohoslavsky, Francisco Cantamutto, Agustina Costantino y Mariana Rulli
- El sistema interamericano de derechos humanos y el problema de la deuda..... 109
Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico

PARTE 2. LA DEUDA PÚBLICA DE LA ARGENTINA

- El persistente desborde. Un cuarto de siglo de la deuda pública de la Argentina 116
Francisco J. Cantamutto
- La deuda externa y sus impactos ecológicos..... 142
Guillermo Peinado y Aín Mora
- Estrategias de lucha frente a la dominación de la deuda..... 149
Beverly Keene

PARTE 3. LAS DEUDAS SUBNACIONALES

> **Planteo general comparado**

- Análisis descriptivo del endeudamiento de las provincias argentinas desde 2003 a 2019 160
José María Morales

■ Estrategias de reestructuración de deuda pública sub-soberana a la luz de las experiencias argentinas 2002 y 2020	182
<i>Alejandro Gabriel Manzo</i>	
■ ¿Qué hacer cuando las provincias se vuelven insolventes?	200
<i>Kunibert Raffer</i>	
> Las deudas subnacionales. Análisis de casos	
■ Endeudamiento y reestructuración en la provincia de Buenos Aires	209
<i>Andrés Wainer</i>	
■ Estructura y evolución de la deuda de la Ciudad Autónoma de Bs.As. Período de análisis: 2007-2019	223
<i>Lucía Sánchez Barbieri y Rodrigo Sánchez</i>	
■ La deuda pública de Córdoba como mecanismo de transferencia y transformación productiva	235
<i>Pablo A. Díaz Almada</i>	
■ Deuda pública del Estado provincial de Santa Fe	247
<i>Sergio Arelovich</i>	
■ Breve historia de la deuda pública de Mendoza desde 1992 hasta el 2021.....	261
<i>Lautaro Breitman Pacheco, Gabriel Olmedo Sosa, Mariana Iza</i>	
■ Deuda pública reciente en Río Negro. La telaraña de la financierización neoliberal	279
<i>S. Graciela Landriscini</i>	
■ Deuda pública del estado provincial de Jujuy. ¿Una inversión que se paga sola?	296
<i>Gastón Remy</i>	
■ Lo primero es el deber (en dólares). La deuda pública de la provincia del Chaco.....	308
<i>Afra Blundetto, Matías Flores Urturi y Gregorio Miranda</i>	

Los mecanismos para la resolución de crisis de deuda soberana: transformaciones y propuestas

María Emilia Val*

Introducción

Los Estados son actores fundamentales de los mercados globales de capital. Sin embargo, la arquitectura financiera internacional no cuenta con una instancia que resuelva las dificultades derivadas de los incumplimientos de los contratos de deuda suscriptos con acreedores privados. A diferencia de las empresas, y a pesar de la reiteración de las dificultades de pago, las naciones soberanas no están amparadas por un régimen de quiebras que les permita llevar adelante de manera ordenada la negociación y reestructuración de sus pasivos.

Desde la constitución de la deuda soberana como clase de activos y frente a episodios de crisis o cesación de pago, los Estados han debido entablar negociaciones con sus acreedores a los fines de establecer nuevas condiciones de repago. Sin embargo, desde los '70 una serie de transformaciones han generado un cambio relativo en la posición de prestamistas y deudores y, consecuentemente, en el resultado de estas negociaciones. Por un lado, las condiciones de apertura externa y financiamiento soberano impuestas por la globalización han transformado el universo acreedor y la relación de los Estados con los actores de las finanzas, en un sentido de mayor dependencia y debilidad. Por el otro, en el plano contractual-legal, la creciente erosión del principio de inmunidad soberana no solo aumentó la vulnerabilidad de los Estados deudores frente a los tribunales extranjeros, sino que creó incentivos para que los acreedores inicien demandas judiciales debido a las mayores probabilidades de resultados a su favor. Esto significó el alza de la litigiosidad acreedora y el surgimiento de los llamados fondos buitres como actores centrales

en los procesos de reestructuración. Este desarrollo solo fue posible en un contexto como el mencionado, en el cual los acreedores, viendo fortalecido su poder estructural, pueden rechazar las ofertas presentadas por los gobiernos o presionar por mejores condiciones, o bien amenazar con constituirse en *holdouts* y bloquear la operatoria de canje. En este escenario, los resultados de las reestructuraciones han sido consistentes en el tiempo: existe un alivio limitado para los deudores, las reestructuraciones sucesivas son moneda corriente y solo en casos extraordinarios se computaron importantes pérdidas para los acreedores (Guzmán, 2016).

Entre otros casos, el default argentino de 2001, las negociaciones que lo siguieron y el litigio judicial con NML en los tribunales de Nueva York generaron importantes debates a nivel internacional. A partir de la experiencia y los desarrollos en el caso argentino se reactualizaron las discusiones sobre la inadecuación de las reglas y mecanismos existentes para gestionar las relaciones entre los deudores soberanos y sus acreedores, el peligro que las prácticas de ciertos actores especulativos representan para las reestructuración en particular y el sistema financiero en general, y la necesidad de reformas en los procesos de renegociación de deuda en un sentido de mayor previsibilidad y sostenibilidad.

Al respecto, encontramos dos desarrollos específicos: el de las soluciones contractuales, y el de las soluciones estatutarias. El primer caso es el referido a las transformaciones de las provisiones contractuales, esto es, la mejora y perfeccionamiento de las cláusulas presentes en los contratos de deuda (en el propio bono o título emitido). Fundamentalmente está ligado a los cambios en los mecanismos de generación de mayorías mediante las cláusulas de acción

* Conicet, Escuela IDAES-UNSAM, Facultad de Ciencias Sociales-UBA.

colectiva y en la especificación del alcance de otras provisiones contractuales clave. El segundo se refiere a los avances en la construcción de un marco normativo internacional que sirva de ordenador de procesos de reestructuración y genere resultados equitativos y sostenibles en el tiempo. Este enfoque tuvo como expresión más reciente (pero incompleta en términos de alcances) la sanción de los principios para la reestructuración en la Asamblea General la ONU, del que Argentina fue uno de los principales promotores. El supuesto de este acercamiento, que encuentra resistencias entre los acreedores, los actores del mundo de las finanzas y los países centrales, es que un estatuto internacional superaría las limitaciones mostradas por los mecanismos implementados hasta el momento, ligados a los canjes voluntarios y el fortalecimiento de las cláusulas contractuales.

Este trabajo buscará caracterizar la gestión actual de las reestructuraciones, así como pasar revista a los desarrollos en las discusiones e iniciativas sobre los mecanismos para ordenar las relaciones entre deudores y acreedores.

1. La arquitectura internacional de las reestructuraciones: canjes, *holdouts* y “huecos”

Las crisis de deuda, definidas como los episodios en que las naciones soberanas se ven imposibilitadas de atender los servicios de los pasivos contraídos con sus acreedores, se han repetido a lo largo de la historia, contabilizándose decenas de casos en diferentes períodos. Según los datos recogidos por Reinhart y Rogoff (2011) entre 1800 y 2008, se contabilizan cerca de 240 episodios de impago y/o reprogramación, distribuidos en cinco ciclos, que se corresponden con diferentes momentos del desarrollo del mercado de crédito internacional. Por su parte, y centrándose en el período de la actual globalización financiera, Cruces y Trebesch (2011) muestran que entre 1970 y 2010 hubo 180 reestructuraciones soberanas.

Desde los ‘70, con las transformaciones operadas en la dinámica de las finanzas internacionales, las crisis adquieren mayor recurrencia entre los países en desarrollo, subordinados a las reglas impuestas por la globalización. Con la apertura y desregulación financiera, los ciclos de liquidez internacional propician el ingreso de capitales especulativos para su valorización y la acumulación acelerada de compromisos

soberanos. Con la posterior reversión de los flujos financieros (usualmente, un cambio veloz conocido como “sudden stop”) y la salida de capitales hacia plazas más seguras (“flight to quality”), se generan desbalances externos que culminan en crisis de pago que pueden llevar a incumplimientos o *defaults*.

En paralelo, se observaron cambios tanto en los mecanismos de financiamiento soberano como en la constitución del universo acreedor. Desde la securitización¹ de los instrumentos de endeudamiento iniciada con el plan Brady, prevaleció la emisión de bonos en las plazas internacionales y se consolidó el mercado secundario de estos activos. Esto derivó en, por un lado, el sometimiento de los Estados a la disciplina de mercado y el constante monitoreo de las agencias calificadoras y, por otro, en la reaparición del bonista como la figura de acreedor predominante. Esta figura agrupa una multiplicidad de tenedores dispersos y virtualmente anónimos, con diferentes estrategias de inversión, caracterizados por su heterogeneidad y por la diversidad –y muchas veces contraposición– de sus intereses. Fue en este marco que algunos actores dentro de este universo comenzaron a desarrollar estrategias particulares frente a las crisis, adquiriendo un volumen suficiente de deuda para poder imponer condiciones, bloquear negociaciones o iniciar acciones judiciales contra los Estados deudores. Este último es el caso de los llamados fondos *buitre*,² quienes mediante demandas y distintos métodos de presión –embargos, lobby y campañas de prensa–, buscan obtener por vía judicial ganancias imposibles de conseguir mediante los mecanismos ordinarios de mercado.

La estrategia contenciosa se consolidó paulatinamente como resultado de la creciente erosión del

¹ La securitización operada con el Brady implicó la conversión de los compromisos financieros soberanos, pues los préstamos bancarios fueron transformados en bonos negociables en los mercados financieros. Desde entonces, la emisión de títulos como forma de financiamiento de los Estados se consolidó como tendencia.

² La estrategia de negocios “buitre” es altamente agresiva, pues prevalece la negociación confrontativa y tiene escaso lugar la cooperación. La operatoria comienza en el mercado secundario con la compra de bonos soberanos de países que enfrentan una crisis de deuda a muy bajo precio, esto es, con un gran descuento sobre su valor nominal. Una vez comenzadas las negociaciones entre los gobiernos y sus acreedores para la reestructuración de los pasivos, los buitres rehúsan participar (constituyéndose en *holdouts*) e inician acciones judiciales en los tribunales de la jurisdicción bajo cuya ley se emitieron los títulos (principalmente, Nueva York y Londres) en las que reclaman el principal, los intereses acumulados y los punitivos, para así obtener considerables beneficios (Val, 2017).

principio de inmunidad soberana.³ Es con el surgimiento de legislación nacional en los países centrales (como la *Foreign Sovereign Immunities Act* en Estados Unidos) y la multiplicación de precedentes en los litigios judiciales (entre ellos, Costa Rica, Argentina, Congo, Brasil y Perú) que se establecieron límites a las doctrinas que protegían a los Estados y restringían las demandas en tribunales extranjeros (Blackman y Mukhi, 2010). Esto no hizo más que aumentar de manera sostenida la litigiosidad (Schumacher et al., 2014), fortaleciendo el accionar *holdout* y la posición relativa del conjunto acreedor en las negociaciones.⁴ Adicionalmente, desde los '80 se transformó el papel de organismos de crédito como el FMI, que desde entonces apareció como garante del repago de los compromisos soberanos, ya sea otorgando paquetes de salvataje, propiciando políticas de ajuste o participando en negociaciones en favor de los intereses de los prestamistas (Val, 2021).

Esta serie de modificaciones en las características y estructura del crédito soberano, en los actores involucrados y en el andamiaje legal-institucional generaron una arquitectura en las que un Estado no puede reestructurar unilateralmente sus pasivos (Schwarcz, 2004), el default no aparece como instrumento legítimo de política económica (Roos, 2019) y los tribunales extranjeros resguardan los derechos patrimoniales de los prestamistas obligando a cumplir los contratos (Gatthi, 2006) por encima de las decisiones soberanas de los gobiernos o los derechos de sus poblaciones. En tanto la gestión actual de las crisis de pago está centrada en el mecanismo de los canjes con participación voluntaria de los acreedores (Blackman y Mukhi, 2010), los gobiernos deudores deben entablar negociaciones para alcanzar algún grado de consenso con ellos. Sin embargo, los intereses en conflicto, y las

posiciones de mayor fortaleza relativa de los inversores dificultan la construcción de acuerdos de reestructuración que sean sustentables, pues para generar adhesión los Estados deben generar incentivos y presentar ofertas de repago atractivas. Esta dificultad se ve exacerbada por los problemas de coordinación entre los acreedores y la posibilidad siempre latente de que un grupo de tenedores elijan no aceptar las condiciones negociadas, convirtiéndose en *holdouts*.

El régimen de manejo y reestructuración de deudas soberanas (si acaso podemos hablar de régimen) aparece entonces como una realidad fragmentada, marcada por la desigual distribución de recursos y poder, gobernada por reglas y hacedores de reglas descoordinados, incluso en competencia (Brooks y Doménico, 2016), que en general tiende a favorecer los intereses de los inversores en detrimento de los de los deudores. Con estas reglas los Estados tienden a postergar el reconocimiento de la insostenibilidad de su deuda o, al entablar negociaciones, privilegiar la aceptabilidad por sobre la sostenibilidad,⁵ llevando a reestructuraciones insuficientes que en muchos casos requieren renegociaciones posteriores (Guzmán, 2016; Guzmán, Ocampo y Stiglitz, 2016). La inexistencia de un marco supranacional que organice los procedimientos, brinde certezas a los actores involucrados y permita una solución ordenada y consistente a las crisis de insolvencia soberana, expresa algo más que “huecos” en la arquitectura financiera-legal (Guzmán, 2016). Pone en evidencia desigualdades y desbalances en las relaciones deudor-acreedor. El debate internacional ha alertado tanto sobre la insostenibilidad del *statu quo* (Eichengreen, 2003) como sobre el peligro que las prácticas de los *holdouts*

³ La doctrina de la inmunidad soberana establece que los Estados gozan de ésta bajo dos formas: la inmunidad de jurisdicción y de ejecución. Mientras la primera está ligada a la imposibilidad de que un estado extranjero sea sometido a juicio ante los tribunales de otro, la segunda se define como la imposibilidad de que los activos de un país extranjero sean objeto de medidas de ejecución por los órganos de otro estado. Hasta mediados del siglo XX, prevaleció una interpretación absoluta de esta doctrina que protegía a los estados de sus acreedores. Desde entonces, la inmunidad de jurisdicción se vio fuertemente limitada, por lo que hoy se habla de una doctrina de inmunidad soberana restringida (Kupelian y Rivas, 2014).

⁴ Debemos marcar que el accionar de los fondos buitres no solo ocasiona dificultades para los Estados, sino que también puede dar lugar a inequidades al interior del conjunto acreedor, pues en ocasiones sus tácticas litigiosas implicaron la imposición de trabas al pago de la deuda regularizada con los restantes tenedores de títulos.

⁵ La aceptabilidad refiere al atractivo de una oferta de canje para los acreedores, lo cual se logra mediante la incorporación de diferentes tipos de incentivos tendientes a lograr el más alto nivel de adhesión posible entre aquellos para dar legitimidad a una operatoria de reestructuración. El criterio de sostenibilidad (en términos generales) refiere a acuerdos de reestructuración que redunden en un nivel, estructura y perfil de compromisos que sean atendibles regularmente en el tiempo. Entre ambos existe una contradicción clara que explica la dificultad de las renegociaciones: cuanto más generosa para los prestamistas sea una propuesta de reestructuración, más “aceptable” será y más tendencia existirá a suscribirla. Sin embargo, la posibilidad de armonizar la deuda con la capacidad de repago solo es posible mediante un alivio sustantivo de los compromisos soberanos. La posibilidad de hacer sostenible una deuda que hasta entonces no lo es requiere inevitablemente la modificación de las condiciones originales de pago y la asunción de pérdidas para los acreedores (ya sea bajo la forma de recortes en el principal, baja de las tasas o prolongación de los plazos de pago) lo que atenta, por tanto, contra su participación en las reestructuraciones.

representan para el sistema financiero en general, y para las reestructuraciones de deuda en particular, por lo que han sugerido propuestas de reforma de los mecanismos para el manejo de las insolvencias soberanas.

2. Las propuestas para la resolución de crisis de deuda soberana

De acuerdo a los resultados concretos de diversas renegociaciones, es claro que las reglas imperantes pueden llevar a resultados ineficientes y problemáticos. No sólo se observan reestructuraciones insostenibles en el tiempo en términos financieros (por ser demasiado favorable a los intereses acreedores, por suponer medidas de ajuste y establecer exigencias muy difíciles de cumplir), sino que tampoco puede asegurarse que los *holdouts* no bloqueen el proceso o inicien acciones judiciales que perjudiquen, en el mediano plazo, al deudor y a la totalidad de los acreedores. Habiendo mostrado la actual arquitectura internacional de las reestructuraciones importantes limitaciones, las discusiones para su mejora se centraron recientemente en dos visiones, que permitirían mitigar las imperfecciones de estos procesos.

2.1. La solución estatutaria

Si bien no es una mirada nueva y existieron diferentes propuestas⁶, probablemente la más discutida fue la presentada durante la crisis argentina de principios de siglo por la subdirectora del FMI, Anne Krueger. El Sovereign Debt Restructuring Mechanism (en adelante, SDRM) se presentó en el organismo en 2002 y pretendía constituirse en el andamiaje normativo internacional para mitigar las dificultades y los costos derivados de los episodios de default y encarar un proceso de reestructuración ordenado, eficiente y beneficioso para las partes (Krueger, 2002).

EL SDRM fue concebido como la contrapartida para los Estados de los procedimientos para quiebras de agentes privados, aunque reconocía las diferencias entre ambas categorías de deudores (Krueger, 2002). Suponía que si se adaptaban adecuadamente algunas

de las características presentes en las leyes mercantiles sobre insolvencia de empresas, podrían incorporarse en el diseño de soluciones para los soberanos, entre ellas: el carácter vinculante de los acuerdos alcanzados entre el Estado deudor y una mayoría especial de los acreedores; el desaliento de los litigios; la inclusión de salvaguardas que protejan los intereses de los acreedores; la provisión de financiamiento adicional; y el establecimiento de un foro para resolver las controversias (Macías Vázquez, 2008).

La propuesta generó numerosas críticas por parte de las entidades bancarias, financieras y de diversos grupos de prestamistas. Los inversores privados se mostraron reticentes a este tipo de acercamientos, pues reducen la presión sobre los Estados deudores (Martínez Turegano y Santiso, 2005). Estos entendían que el SDRM implicaba el reconocimiento explícito de la posibilidad de aplazar los pagos, lo que erosionaba la posición y los derechos de los acreedores, al tiempo que limitaba las posibilidades de recurrir a la vía judicial, incrementando el riesgo moral y la indisciplina económica y financiera de los países deudores. Además, la provisión de financiamiento prevista en la propuesta hacía menos costosos los incumplimientos, lo que redundaría en una mayor frecuencia de éstos y, consiguientemente, desincentivaría la suscripción de bonos, encareciendo y poniendo en peligro el crédito a los estados y, en última instancia, el funcionamiento de los mercados de deuda emergente (Macías Vázquez, 2008).⁷

A esto se sumaba que su implementación requería la modificación de las legislaciones nacionales, o bien la reforma del acuerdo constitutivo del FMI, lo que a su vez sólo podía hacerse con el 85% de los votos afirmativos de los miembros. Lograr un compromiso político de tal envergadura hubiese sido una tarea formidable, que efectivamente no se consiguió (Eichengreen, 2003) y dejó la iniciativa relegada. Además, aunque en un principio esta propuesta contó con el apoyo del Tesoro de los Estados Unidos, luego de iniciada la discusión y a pesar de modificarse la propuesta original en tres oportunidades, la creciente oposición del gobierno y de las organizaciones representativas de

⁶ Numerosas propuestas surgieron entre 1976 y 2001 para resolver las problemáticas existentes en los procesos de reestructuración de deuda soberana. Ver Rogoff y Zettelmeyer (2002).

⁷ El papel preponderante del FMI como árbitro en el diseño original del SDRM y, en muchos casos, simultáneamente acreedor recibió críticas. Aunque en formulaciones posteriores dicho rol fue abandonado en favor de un foro de resolución de disputas formalmente independiente, algunos especialistas sostenían que en el proceso de reestructuración continuaría siendo dominante (Ziai, 2012)

acreedores privados dieron por tierra la propuesta. La misma dejó de ser formalmente impulsada por el Fondo en la primavera boreal de 2003 y propició el apoyo del organismo a las cláusulas de acción colectiva (en adelante CAC). Este cambio en la agenda del organismo se vio facilitado por el sostén dado por los Estados Unidos al fortalecimiento de dichas cláusulas en los contratos de deuda luego de la primera emisión mexicana de bonos bajo ley de Nueva York que las incluyó, realizada en febrero de 2003.

El debate en torno al SDRM reactivó la propuesta de Raffer⁸, que desde los '90 propugnaba por el establecimiento de un mecanismo de arbitraje internacional para las insolvencias soberanas que no fortaleciera las desigualdades entre deudores y acreedores, sino que fuera realmente imparcial y transparente, considerara la soberanía de los Estados y las implicancias de la deuda para sus poblaciones. El mismo parte del supuesto de que la función básica de un procedimiento de insolvencia es la resolución de un conflicto entre dos principios legales fundamentales. Encontramos que, en una situación de sobreendeudamiento, el derecho del prestamista (avalado en los contratos) a cobrar sus acreencias entra en conflicto con la obligación de los gobiernos de respetar y proteger la vida, los derechos y la dignidad de su población. La inviolabilidad de contratos está subordinada al principio de la protección del deudor; nadie puede ser forzado a cumplir un contrato si eso le conduce a una situación inhumana (Raffer, 2003).

Si la idea del SDRM era adaptar la legislación norteamericana de quiebra para las empresas a los Estados soberanos, Raffer propuso hacer lo propio con los principios básicos del Capítulo 9 del Título 11 (insolvencia) que regula las deudas de las *municipalities* (subdivisiones del Estado o autoridades locales), para construir un procedimiento que permitiera una solución rápida, justa y económicamente eficaz a las crisis. La propuesta contempla las decisiones soberanas de impago, propicia acuerdos de repago real que posean viabilidad económica, aseguren la estabilidad financiera y respeten a dignidad de la población, que, por otro lado, tiene derecho a ser oída y a objetar el plan de reestructuración, si este contraría el interés público.

En términos operativos, debería constituirse un tribunal de árbitros que opere en un espacio neutral (no dentro de un Estado acreedor). El mismo tendría la tarea de mediar entre deudores y acreedores, presidir y asesorar en las negociaciones, brindar posibilidades adecuadas a los afectados por el plan y, de ser necesario, decidir qué debe hacerse. Esta propuesta fue acompañada por otras que, desde la periferia, buscaban establecer instancias de arbitraje (Ugarteche y Acosta, 2003), pero no llegaron a contemplarse pues limitaban considerablemente los derechos y atribuciones de los acreedores, quienes prefieren el mantenimiento de negociaciones entre las partes, sin intervenciones externas (al menos formalmente) con potestad de dirimir conflictos en tono a la deuda.

Más recientemente en el tiempo, el conflicto de Argentina con los fondos buitres generó una nueva iniciativa tendiente a establecer un mecanismo internacional unificado. Una vez agotadas las apelaciones en las diferentes instancias de la justicia norteamericana, Argentina⁹ impulsó en la ONU, junto al G77+China, la creación de un marco jurídico internacional que regulara las reestructuraciones de deuda y limitara el accionar de los acreedores especulativos.

Según la postura del gobierno argentino la discusión sobre la problemática de la deuda soberana debía darse en el marco de la Asamblea General de las Naciones Unidas porque es el órgano más democrático, representativo y equitativo en el sistema internacional, en donde todos los países participan en pie de igualdad; tiene la ventaja de tratar el problema de una manera exhaustiva, incluyendo la perspectiva de los derechos humanos; no tiene ningún conflicto de interés pues no constituye una parte deudora ni acreedora en los procesos de renegociación de pasivos públicos; y trató el tema de las reestructuraciones en numerosas ocasiones, existiendo resoluciones vinculadas a los temas de sostenibilidad de la deuda externa y desarrollo desde hace 30 años (Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 2015). Ciertamente la estrategia gubernamental apuntó a lograr apoyos

⁸ Ver capítulo del autor en este libro.

⁹ La situación de *default* técnico en que se encontraba la Argentina en 2014 luego de impedirse los pagos a los bonistas reestructurados sirvió de impulso para la multilateralización del conflicto con los buitres. Habiendo "pagado" los costos reputacionales ligados al revés judicial y al incumplimiento, estratégicamente la situación dio legitimidad al país para actuar como *first mover* y comenzar un camino de búsqueda de acuerdos y coordinación internacionales entre países potencialmente afectados por los acreedores litigantes.

mayoritarios en un ámbito que fuera más neutral y permeable a las inquietudes e iniciativas de los países en desarrollo que otros, como el FMI, en donde el poder de voto está desigualmente distribuido en favor de los países centrales, lo que hace que en estos prevalezcan la agenda y los intereses de los mismos.

La propuesta fue tratada en septiembre de 2014 en la Asamblea General, que adoptó la resolución 68/304 “Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana”. La misma remarcaba “la especial importancia de hallar una solución oportuna, eficaz, completa y duradera al problema de la deuda de los países en desarrollo” y establecía como objetivos “elaborar y aprobar, mediante un proceso de negociaciones intergubernamentales y con carácter prioritario (...) un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana con miras a (...) aumentar la eficiencia, la estabilidad y la previsibilidad del sistema financiero internacional y lograr un crecimiento económico sostenido, inclusivo y equitativo y el desarrollo sostenible, de conformidad con las circunstancias y prioridades nacionales a fin de promover su crecimiento económico inclusivo y su desarrollo” (Asamblea General de la ONU, 2014: 4-5)

Luego de un año de trabajo entre diversos estados nacionales (principalmente emergentes), especialistas de renombre internacional, ONGs y otras organizaciones especializadas, en septiembre de 2015 se sometieron a votación¹⁰ y fueron aprobados en la Asamblea mediante la Resolución 69/319 los “Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana”. Estos son:

1) *Soberanía de los Estados*: del que resulta el derecho de los Estados de decidir reestructurar su deuda y la obligación de que no sea obstaculizado por medidas abusivas;

2) *Buena fe*: exige a todas las partes involucradas conducirse de tal manera durante todas las etapas del proceso de reestructuración;

3) *Transparencia*: implica la rendición de cuentas de los interesados, a partir de difusión oportuna de la información y de los datos referidos a dicho proceso;

4) *Imparcialidad*: requiere que todas las instituciones y agentes intervinientes en el proceso sean independientes y se abstengan de ejercer influencias indebidas sobre los demás;

5) *Trato equitativo*: supone que los estados deben abstenerse de discriminar arbitrariamente a sus acreedores, estando obligados a dar el mismo trato a éstos, de acuerdo con las características propias de sus créditos;

6) *Inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución*: establece el principio de inmunidad como un derecho de los estados ante tribunales extranjero, debiendo interpretarse las excepciones de manera restrictiva;

7) *Legitimidad*: exige que el establecimiento de instituciones y procedimientos relacionados con la reestructuración de deudas soberanas respete los requisitos de inclusión y del derecho;

8) *Sustentabilidad*: implica que las reestructuraciones deben realizarse de manera oportuna y eficiente, lo que supone respetar en todo momento los derechos de los acreedores, pero también crear una situación de endeudamiento estable para el deudor y de promoción del desarrollo sostenido, que minimice los costos sociales y económicos de la deuda y respete los derechos humanos;¹¹

9) *Oponibilidad*: entiende que el acuerdo de reestructuración celebrado entre la mayoría cualificada de acreedores y los estados no puede verse afectado, perjudicado u obstaculizado por otros Estados, o por una minoría no representativa de acreedores.

La aprobación fue considerada el inicio de la construcción de mecanismos institucionales globales de regulación de los procesos de reestructuración, pues

¹⁰ La votación culminó con 136 votos a favor, 41 abstenciones y 6 en contra. Quienes se pronunciaron a favor son en su mayoría los gobiernos de las naciones en desarrollo, mientras los votos negativos corresponden a países centrales (EE.UU., Gran Bretaña, Alemania, Japón, Canadá) o bien a aliados estratégicos de éstos (Israel). Entre las abstenciones encontramos algunos casos interesantes. Por un lado, Grecia adoptó esta posición a pesar de contar con un gravísimo problema de endeudamiento soberano; por otro, se observa que México y Colombia fueron los únicos países de Latinoamérica (región afectada por recurrentes crisis de deuda) que se pronunciaron en este sentido de mayor neutralidad, lo que puede entenderse por su histórico alineamiento con los Estados Unidos.

¹¹ Sobre la relevancia de la perspectiva de los derechos humanos en la gestión del endeudamiento soberano, ver capítulo de Juan Pablo Bohoslavsky y Laura Clérico en este libro.

puso de manifiesto la existencia de cierto consenso internacional, muy fuerte entre los países en desarrollo, sobre la importancia de la problemática *buitre*.¹²

Sin embargo, las limitaciones de este marco de *soft law* (Guzmán y Stiglitz, 2016) son claras. Por un lado, dadas las características de la resolución y el órgano que la emitió, los principios no son vinculantes para los Estados miembros, lo que se observa en el propio documento que aprueba los principios, que “*invita* a todos los Estados Miembros y Estados observadores, a las organizaciones internacionales y entidades competentes y a otros interesados pertinentes a que apoyen y promuevan los Principios Básicos antes mencionados, y solicita al Secretario General que haga todo lo posible para que los Principios sean ampliamente conocidos” (Asamblea General de la ONU, 2015: 2-3). En este mismo sentido, no existen lineamientos claros sobre la forma en que dichos principios pueden hacerse operativos en reestructuraciones concretas y obligar a su cumplimiento a las partes involucradas, por lo que aparecen como orientadores de efectividad limitada.

Por otro lado, debemos recordar sus límites políticos. Varios de los países que se opusieron son plazas financieras importantes, por lo que seguirán poniendo trabas si la iniciativa se retoma en el futuro, buscando mantener en lo sustancial la arquitectura financiera internacional vigente en relación a las reestructuraciones¹³. En este sentido, el estancamiento de la propuesta también se debió al abandono de la iniciativa por parte de la Argentina, a partir del cambio de orientación económica y geopolítica del gobierno nacional asumido en 2016¹⁴. La administración de Macri no sólo resolvió rápidamente la disputa *buitre*, sino que volvió a insertar a Argentina dentro de las lógicas hegemónicas de las finanzas internacionales, abandonando la agenda multilateral que tenía potencial para profundizarse.

2.2. La solución contractual

En las últimas décadas tuvo más desarrollo y apoyo internacional la segunda de las propuestas, orientada a mejorar los contratos de deuda para hacerlos más completos, claros y eficientes en sí mismos, de modo que los instrumentos contuvieran los procedimientos para asegurar la coordinación de los tenedores y los elementos de interpretación necesarios para resolver situaciones de impago sin necesidad de intervención de un marco regulatorio externo. Las modificaciones contractuales que propicia esta mirada, implican, por un lado, el establecimiento de mecanismos que faciliten la acción colectiva, habiliten la constitución de mayorías que puedan convenir con el país deudor los términos de una reestructuración y hagan su cumplimiento obligatorio para la totalidad de los acreedores, bloqueando el accionar de los *holdouts* (las cláusulas de acción colectiva) y, por el otro, el esclarecimiento del alcance y sentido de cláusulas clave, como la *pari passu*.

Dentro de las CAC encontramos dos categorías amplias. La primera se corresponde con las *majority restructuring clauses*, que permiten a una mayoría calificada realizar cambios en las condiciones financieras de los bonos (capital, intereses, maduración) y obligar a los restantes tenedores a aceptarlas, ya sea antes o después de un *default*. La segunda se relaciona con las *majority enforcement clauses*, que pueden limitar la posibilidad de una minoría de tenedores de obligar al deudor a cumplir sus obligaciones después de un evento de *default*. En la práctica esto implica que una mayoría calificada puede evitar que tenedores individuales a) declaren la aceleración, esto es, busquen cobrar la totalidad de las acreencias luego del *default*, o bien b) inicien litigios contra el deudor soberano (Das et al., 2012)¹⁵.

Desde su implementación de manera generalizada desde 2003 en la jurisdicción de Nueva York —ya

¹² Desde el conflicto con Argentina también se reanimó la discusión de la posibilidad de limitar el accionar litigioso de ciertos acreedores a partir de legislación nacional, potencialmente replicable en los diferentes Estados. La llamada ley antibuitre aprobada en Bélgica en 2015 es el ejemplo paradigmático (Datz, 2021)

¹³ Sobre la actuación de la Arquitectura Financiera Internacional en las crisis de deuda recientes, ver capítulo de Lucas Castiglioni en este libro.

¹⁴ Sobre la dinámica de la deuda argentina, ver capítulo de Francisco Cantamutto en este libro.

¹⁵ El problema previo a la utilización generalizada de estas cláusulas a partir de 2003 era que en Estados Unidos, principal plaza financiera internacional, los bonos de deuda soberana no incluían más que lineamientos muy vagos sobre qué hacer en casos de *default*, pues no tenían disposiciones sobre instancias de comunicación entre los tenedores de bonos, no establecían restricciones a la litigiosidad y sólo contaban con las Unanimous Action Clauses (UAC), es decir, cláusulas de acción unánime, que permitían las modificaciones de los términos de pago únicamente si se lograba el acuerdo del 100% de los tenedores de cada serie de bonos, lo que daba poder de veto a cada tenedor individual de bonos (Auray, 2013).

estaban presentes desde antes en bonos bajo ley inglesa—, las CAC en los títulos soberanos se han ido perfeccionando en sucesivas “generaciones” (Buchheit y Gulati, 2020). Desde su creación, permitían cambios en los contratos por parte de supermayorías (en general un 75%) a nivel de las series individuales de bonos, constituyéndose en el primer paso para resolver los problemas de coordinación entre acreedores y mitigar los bloqueos de reestructuraciones. Posteriormente se generó un nuevo diseño, llamado “double limb” que establecía mayorías específicas en dos niveles: en cada serie y en el agregado. En 2014, nuevamente a instancias del conflicto entre Argentina y los fondos buitres, desde la International Capital Market Association (ICMA) se promovió una nueva generación de CAC que contó con el apoyo del FMI y del Tesoro de los Estados Unidos (Fang, Schumacher y Trebesch, 2021). Además de reconocerse los dos diseños previos, se recomendó la incorporación de cláusulas agregadas o “single limb”, que hacen obligatorios los términos negociados al alcanzarse un voto del 75% de todo el universo (sin necesidad de mayorías a nivel de series) si, y solo si, la modificación propuesta es “aplicable uniformemente” a todas las series afectadas (IMF, 2020: 22-23).

Actualmente, en sus diferentes diseños, las CAC son una práctica establecida en los mercados de deuda, y se sostiene que constituyen un avance, pues tienden a desincentivar la conducta *holdout*, dificultar la estrategia litigiosa de los fondos *buitre* y facilitar la coordinación de los acreedores. Sin embargo, existen dudas sobre la efectividad de las CAC por sí solas para facilitar los procesos de reestructuración, debido a que poseen limitaciones. Por un lado, aunque las emisiones recientes de deuda incorporaron las nuevas provisiones agregadas que mejoran las cláusulas tradicionales (Gelpern et al., 2016) la adquisición de títulos por acreedores en un porcentaje que impida la conformación de la mayoría requerida para activar las CAC podría potencialmente trabar la reestructuración. Este bloqueo puede darse al nivel de alguna serie (en el caso de cláusulas *double limb*) o al nivel del total agregado, más difícil de alcanzar pero igualmente posible, lo que potencialmente trabaría toda la reestructuración¹⁶ Por otro, las CACs dejan lugar a

interpretaciones y vacíos legales que, utilizados por los Estados deudores, pueden dar lugar a impugnaciones y objeciones de los acreedores (Buchheit y Gulati, 2020).¹⁷ En este sentido, las controversias y las ambigüedades lejos están de ser saldadas con las nuevas CAC.

En relación con la litigiosidad de los fondos especulativos, existe un problema extra, que tiene que ver con la interpretación y alcance de ciertas cláusulas clave, como la *pari passu*. La frase latina *pari passu* significa literalmente “con igual paso”, lo que es interpretado como “en igualdad de condiciones”, “al mismo nivel” y, por tanto, “en forma equitativa” o “en forma imparcial y sin preferencias” (Kupelian y Rivas, 2014). Si bien no tenía un significado unificado, hasta el caso peruano¹⁸ esta cláusula presente en los instrumentos de deuda soberana desde hace más de un siglo implicaba, de acuerdo a los expertos, una promesa de tratamiento igualitario (Buchheit y Pam, 2004), esto es, el compromiso del estado deudor de no establecer medidas legales que tuvieran como resultado la discriminación entre acreedores o el trato preferencial de un grupo de estos por sobre el resto (en referencia a los derechos legales o de pago), pero no requería de parte del deudor la realización de pagos *pro rata* a sus acreedores. Es decir, suponía un rango *pari passu*, pero no un pago *pari passu* (Gelpern, 2016). El caso de NML Capital contra la Argentina tuvo especial importancia porque la interpretación ligada al pago fue aceptada por diversos niveles de la justicia norteamericana en un litigio llevado hasta las últimas

favorables a sus intereses. Para un mayor detalle de estos fondos acreedores, ver el texto de Álvarez en este libro.

¹⁷ En la última reestructuración argentina, se articulaban dos características ligadas a interpretaciones particulares de las CAC impulsadas por ICMA: (i) la “reasignación” (la posibilidad de que el emisor, con el consentimiento de los tenedores, vuelva a definir el conjunto de series de bonos que se considerarán a efectos de la agregación); y (ii) el uso secuencial de los métodos de agregación contemplados en esas CAC (“Pac-Man”). La combinación de ambos elementos podría dar lugar, hipotéticamente, a que el deudor se apoye en una minoría de acreedores para obligar a reestructurar a una mayoría (De la Cruz y Lagos, 2021)

¹⁸ Luego de incurrir en default, Perú inició las negociaciones con sus acreedores y estableció el plan de reestructuración en el marco de la iniciativa Brady. Una vez presentada la oferta, el fondo Elliott rehusó adherir y presentó una demanda en Nueva York, reclamando la totalidad de sus acreencias. En junio de 2000 la justicia resolvió que Perú debía pagar. Además, Singer logró bloquear los fondos destinados al pago de los holdins a partir de una medida cautelar dictada por un Tribunal de Apelación de Bruselas. Basándose en una particular interpretación de la cláusula *pari passu*, se impedía pagar los intereses de la deuda reestructurada sin pagarle también, *pro rata*, a los demandantes. Frente a la posibilidad de default en sus bonos Brady, el gobierno peruano acordó un pago de 58 millones de dólares, lo que significó un beneficio del 400% para el fondo (Hernández Viguera, 2015).

¹⁶ Este fue el caso de la reestructuración argentina de 2020, en la que importantes acreedores institucionales que poseían tenencias que les daban capacidad de bloqueo, la cual fue utilizado para obtener concesiones e imponer modificaciones de la oferta para hacerla más

instancias de apelación, sentando un antecedente de vital importancia (Datz, 2021; Val, 2016).

Según Gelpern (2016), estos desarrollos recientes convirtieron a esta cláusula en el arma más poderosa en manos de los acreedores reticentes desde la diplomacia de las cañoneras del siglo XIX. La posibilidad de habilitar el cobro del 100% de las acreencias a los litigantes a partir de interpretaciones polémicas de cláusulas estándar y la implementación de medidas tendiente a asegurar su cumplimiento, incluso a costa de bloquear a los pagos a los otros tenedores de títulos, generan inequidades en el tratamiento a los acreedores (paradójicamente, en nombre del trato igualitario se privilegiaron ciertos derechos patrimoniales sobre otros), poniendo en riesgo los procesos de reestructuración. Frente a este panorama, se planteó la necesidad de esclarecer el significado y los alcances de dicha disposición contractual para evitar mayores inconvenientes a futuro. Aquí también la ICMA publicó una formulación estándar de dicha cláusula que especifica sus términos y condiciones para los títulos de deuda pública, remarcando que no implica igual pago (ICMA, 2014).

Aunque la posibilidad de que se repliquen situaciones similares a la ocurrida en 2014 son desestimadas por considerarse al caso NML como excepcional dado el carácter de “recalcitrante” de la Argentina y porque las nuevas emisiones de bonos están contemplando las recomendaciones en su redacción, lo cierto es que las diferentes formulaciones de la cláusula *pari passu* –Olivares Caminal (2011) reconoce 5 diferentes– existen en las emisiones de bonos previas a 2014, lo que no cierra la posibilidad de que en el futuro otros actores intenten replicar la misma estrategia que fue avalada primero por la justicia norteamericana y posteriormente, por un gobierno del propio país deudor. De la misma forma que las CAC, las nuevas provisiones en relación al tratamiento igualitario tampoco mitigan completamente la posibilidad de estrategias litigiosas (y eventualmente exitosas). En tanto los Estados emisores se ven obligados a renunciar a la inmunidad soberana para poder colocar títulos en las principales plazas financieras y la capacidad de interpretación de las cláusulas se mantiene en manos de los tribunales de esas jurisdicciones –a los cuales los acreedores demandan la defensa de sus derechos patrimoniales– la propuesta contractual continúa estableciendo ventajas para los inversores en relación a la solución estatutaria

Conclusiones

A pesar de que actualmente los Estados son actores fundamentales de los mercados de capital, no existe en la arquitectura financiera internacional un mecanismo que permita una gestión ordenada y uniforme de las reestructuraciones de deuda. La recurrencia de los episodios de impago, y las dificultades asociadas a éstos han llevado al planteo de diferentes alternativas para su resolución.

Los problemas evidenciados por la llamada solución de mercado, es decir, por los canjes voluntarios, en general, y el desarrollo de la crisis y posterior renegociación de la deuda argentina, en particular, revitalizaron la discusión de dos soluciones: la estatutaria y la contractual. La primera estuvo representada por el SDRM, impulsado en 2002 en el seno del FMI, la iniciativa de arbitraje internacional de Raffer y más recientemente, el intento de establecer un marco jurídico multilateral en el seno de la ONU. La segunda supuso el fortalecimiento de los contratos, a partir de la implementación y rediseño de las cláusulas de acción colectiva y del esclarecimiento de los alcances de otras disposiciones clave, como la *pari passu*. Más allá de los límites que este último acercamiento por sí solo tiene para brindar una solución integral a las problemáticas planteadas, es sobre el que más se ha avanzado y el que ha obtenido mayor consenso, fundamentalmente entre los actores de las finanzas internacionales.

En este sentido, esta discusión refleja las desigualdades del sistema internacional. En ella han primado las preocupaciones ligadas tanto a los intereses como las visiones y marcos de referencia de los prestamistas privados, sus gobiernos y organizaciones representativas, y las IFI. Las mejoras contractuales no disipan completamente las amenazas de acreedores especulativos o las potenciales arbitrariedades en los procesos de renegociación. Tampoco contemplan la búsqueda alivios sustantivos del peso del endeudamiento, el establecimiento de condiciones de pago realistas y sustentables ni los costos del sobreendeudamiento y el cumplimiento de las obligaciones para los Estados deudores. Estos, por su parte y en vistas de no perder acceso a los mercados internacionales, adaptan sus acciones a estas reglas de juego y postergan las discusiones sobre mecanismos alternativos que podrían mejorar su posición relativa ante una

crisis, y proteger los derechos humanos y las condiciones de vida de sus poblaciones.

La prevalencia del abordaje que pone el acento en el fortalecimiento de los contratos para coordinar a los inversores y desambiguar cláusulas estándar puede entenderse, entonces, como resultado de las dificultades de los países deudores para articular iniciativas de reforma sustantiva que estén en línea con sus necesidades en el marco de una configuración de la arquitectura financiera internacional donde el poder estructural de los inversores y las presiones de las IFI y los países acreedores prevalece para sostener los lineamientos de fondo para la resolución de crisis de deuda: tratativas caso por caso, alivios limitados, adhesión voluntaria de acreedores, reducción de la inmunidad soberana, y mantenimiento de jurisdicción en tribunales extranjeros con posibilidades de litigio.

Durante la pandemia, las soluciones propuestas ante las dificultades soberanas para cumplir con sus compromisos financieros no rompieron completamente este esquema. Las propuestas de los acreedores oficiales, como la ISSD y su ampliación bajo el Marco Común, tienen serias limitaciones (elegibilidad sólo entre países de bajos ingresos, negociaciones caso por caso, falta de involucramiento de acreedores privados, escaso nivel de participación de los países endeudados asociado a costos reputacionales) por lo que no representan una alternativa regulatoria integral de amplio alcance que brinde soluciones a las crisis de endeudamiento de la periferia.

En este escenario, el caso argentino reciente ha sentado un precedente importante sobre el que es posible avanzar. Ciertamente, tuvo una importancia crucial pues generó numerosas discusiones y motivó cambios contractuales que suponen una mejora relativa en la arquitectura de las reestructuraciones. Adicionalmente, la propuesta multilateral, aunque con límites en sus resultados y alcances, puede servir de referencia para impulsar acciones de coordinación entre los países deudores tendientes a crear un marco internacional unificado y neutral que limite las prerrogativas de los acreedores, genere soluciones sostenibles que no condicionen la acción del Estado deudor y sean compatibles con el gozo de los derechos humanos de las poblaciones.

Bibliografía

- Blackman, J.I., y Mukhi, R. (2010). "The evolution of modern sovereign debt litigation: vultures, alter egos, and other legal fauna". *Law y Contemp. Probs.* N° 73, pp. 47-61.
- Buchheit, L. C. y Gulati, M. (2020). "The Argentine collective action clause controversy". *Capital Markets Law Journal*, vol. 15, n° 4, pp. 464-473.
- Buchheit, L.C. y Pam, J. S. (2004). "Pari Passu clause in sovereign debt instruments". *Emory Law Journal*, n° 53, pp. 877-891.
- Cruces, J. J. y Trebesch, C. (2011). "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts". *CESIFO Working Paper 3604*.
- Das, U. S.; Papaioannou, M. G. y Trebesch, C. (2012). "Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts". IMF Working Paper 107. Washington: FMI.
- Datz, G. (2021). "Placing Contemporary Sovereign Debt: The Fragmented Landscape of Legal Precedent and Legislative Preemption". En P. Penet y J. Flores Zendejas (eds.), *Sovereign Debt Diplomacies. Rethinking Sovereign Debt from Colonial Empires to Hegemony* (pp. 259-281). Oxford: Oxford University Press.
- De la Cruz, A. y Lagos, I. (2021). "CACs at work: what next? Lessons from the Argentine and Ecuadorian 2020 debt restructurings". *Capital Markets Law Journal*, vol. 16, n° 2, pp. 226–248.
- Eichengreen, B. (2003). "Restructuring sovereign debt". *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n° 4, pp. 75-98.
- Fang, C., Schumacher, J., y Trebesch, C. (2021). "Restructuring sovereign bonds: holdouts, haircuts and the effectiveness of CACs". *IMF Economic Review*, vol. 69, n° 1, pp. 155-196.
- Gathii, J. T. (2006). "The sanctity of sovereign loan contracts and its origins in enforcement litigation". *Geo. Wash. Int'l L. Rev.* n° 38, pp. 251-325.
- Gelper, A. (2016). "Courts and Sovereigns in the Pari Passu Goldmines". *Capital Markets Law Journal*, vol. 11, n° 2, pp. 251-277.
- Guzmán, M. (2016). "Reestructuración de deuda soberana en una arquitectura financiera-legal con huecos". *Revista Jurídica UPR*, n° 85, pp. 611-627
- Guzmán, M. y Stiglitz, J. (2016). *A Soft Law Mechanism for Sovereign Debt Restructuring*. FES New York – International Policy Analysis. Recuperado de: http://www.fes-globalization.org/new_york/new-publication-a-soft-law-mechanism-for-sovereign-debt-restructuring/

- Guzman, M., Ocampo, J. A. y Stiglitz, J. E. (2016). "Introduction". Guzman, M., Ocampo, J. A., y Stiglitz, J. E. (Eds.). *Too little, too late: The quest to resolve sovereign debt crises*. New York: Columbia University Press.
- Hernández Viguera, J. (2015). *Los fondos buitres, capitalismo depredador*. Buenos Aires, Capital Intelectual.
- IMF (2020). "The international architecture for resolving Sovereign debt involving private-sector Creditors—recent developments, challenges, and Reform options", *Policy Papers* 043. Washington: FMI.
- Krueger, A. (2002). *A New Approach To Sovereign Debt Restructuring*. Washington DC, IMF.
- Kupelian, R. y Rivas, M. S. (2014). "Fondos buitres. El juicio contra Argentina y la dificultad que representa en la economía mundial". *Documento de Trabajo* N° 49. Buenos Aires: CEFIDAR.
- Macías Vazquez, A. (2008). "La reestructuración de la deuda soberana: multilateralismo, acción colectiva y canje". *Problemas del desarrollo*, vol. 39, n° 155, pp. 55-76.
- Olivares-Caminal, R. (2011). "The pari passu interpretation in the Elliott case: a brilliant strategy but an awful (mid-long term) outcome". *Hofstra Law Review*, vol. 40, n° 1, pp. 39-63.
- Palley, T. I. (2003). "Sovereign debt restructuring proposals: a comparative look". *Ethics y International Affairs*, vol. 17, n° 2, pp. 26-33.
- Raffer, K. (2003). "Deuda externa y procedimiento de arbitraje internacional". En J. A. Alonso y V. FitzGerald, *Financiación para el desarrollo y coherencia en las políticas de los donantes*. Madrid: La Catarata.
- Reihart C. N. y Rogoff, K. S. (2011). *Esta vez es distinto: ochos siglos de necesidad financiera*. México, Fondo de Cultura Económica.
- Rogoff, K. S. y Zettelmeyer, J. (2002). "Bankruptcy procedures for Sovereigns: A history of ideas, 1976-2001". *IMF Economic Review*, vol. 49, n° 3, pp. 470-507.
- Roos, J. E. (2019). *Why Not Default? The Political Economy of Sovereign Debt*. Princeton: Princeton University Press.
- Schumacher, J.; Trebesch, C. y Enderlein, H. (2014). *Sovereign defaults in court*. Recuperado de: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997 (20/02/2017)
- Schwarcz, S. (2004). "Idiot's Guide to Sovereign Debt Restructuring". *Emory Law Journal*, n° 53, pp. 1189-1218.
- Ugarteche, O. y Acosta, A. (2003). "A favor de un tribunal internacional de arbitraje de deuda soberana (TIADS)". *Documentos de Discusión Global*, D3E1.
- Val, M. E. (2017). "El accionar de los 'fondos buitres': una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina". *Relaciones Internacionales*, vol. 26, n° 52, pp. 163-180.
- Weidemaier, W. M. y Gelpern, A. (2014). "Injunctions in Sovereign Debt Litigation". *Yale J. on Reg.*, n° 31, pp. 189-218.
- Ziai, A. (2012). "The rise and fall of the SDRM proposal in the IMF An introduction to competing theoretical perspectives on power in the global political economy". *Hamburg Review of Social Sciences*, vol. 7, n° 1, pp. 1-24.

Documentos

- Asamblea General de la ONU (2014) Resolución 68/304 aprobada por la Asamblea General el 9 de septiembre de 2014: Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana
- Asamblea General de la ONU (2015) Resolución 69/319 aprobada por la Asamblea General el 10 de septiembre de 2015: Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana
- ICMA (2014) Standard Pari Passu provision for the terms and conditions of sovereign notes
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2015) Presentación "Proyecto de Ley: Principios Básicos sobre Procesos de Reestructuración de Deuda Soberana"