

**Reestructuraciones de deuda soberana: El debate sobre su regulación en términos de disputa por la gobernanza global**

*Sovereign debt restructurings: the debate over its regulation in terms of a global governance dispute*

**Alejandro Manzo**

Universidade Nacional de Córdoba, Córdoba, Argentina. Email: alemanzzo@hotmail.com

Recebido em 27/01/2017 e aceito em 24/03/2017.

Como citar em *ahead of print*:

MANZO, Alejandro. Reestructuraciones de deuda soberana: El debate sobre su regulación en términos de disputa por la gobernanza global. Revista Direito e Práxis, *Ahead of print*, Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: *link para o artigo*. acesso em xxxx. DOI: 10.1590/2179-8966/2017/27078.

**Resumen:**

A partir de un análisis comparativo, este artículo muestra que la propuesta del FMI (2014) para ordenar las reestructuraciones conserva en mayor medida que la iniciativa Argentina en la ONU (2015) el *status quo* y, desde allí, la posición dominante en la gobernanza global de los agentes que la promovieron. Esta consideración se juzga relevante al tiempo de comprender por qué estos agentes se opusieron a la redacción de un mecanismo legal para reestructuraciones en la ONU.

**Palabras Claves:** reestructuraciones de deuda soberana, FMI, gobernanza financiera global

**Resumo:**

A partir de uma análise comparativa, este artigo mostra que a proposta do FMI (2014) para ordenar as reestruturações conserva em maior medida que a iniciativa Argentina na ONU (2015) o *status quo* e, desde ali, a posição dominante na governança global dos agentes que a promoveram. Esta consideração julga-se relevante ao tempo de compreender por que estes agentes se opuseram à redação de um mecanismo legal para reestruturações na ONU.

**Palavras-Chaves:** reestruturações de dívida soberana, FMI, governança financeira global

**Abstract:**

This article, using a comparative analysis, shows that the IMF proposal (2014) for ordering restructurings reinforces, to a greater extent than the Argentina initiative discussed at the UN (2015), the *status quo* and, from there, the dominant position in the global governance of the agents who promoted it. It is argued that this consideration is relevant at the time of understanding why these agents opposed to the drafting of a restructuring legal mechanism at the UN.

**Keywords:** sovereign debt restructurings, IMF, global financial governance.

## I- Introducción

Las Reestructuraciones de Deuda Soberana (REDS) son procesos intrínsecamente conflictivos. Cuando un Estado deudor activa una reestructuración debe negociar con sus acreedores partiendo de considerar que no tiene suficientes recursos para honrar sus deudas tal cual estaba originariamente previsto. Esta situación de escasez pone desde el inicio en tensión a estos extremos. Asimismo, los acreedores rara vez constituyen un todo homogéneo (Brooks et al. 2015). Con ello, en el común de los casos, la tensión en estos procesos se manifiesta de forma compleja en una competencia diversificada entre deudor y acreedores y diversos grupos de acreedores entre sí ¿Cuál es la modalidad regulativa más adecuada para ordenar las reestructuraciones?

El debate en torno a si la solución «contractual» vigente es suficiente o si es conveniente redactar un mecanismo «legal» para REDS ha vuelto a ocupar un lugar destacado en la agenda política económica global.<sup>1</sup> Tras el estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* en 2007 distintos análisis empíricos mostraron fallas en la manera en la cual estos procesos actualmente se sustancian (IMF 2013; UNCTAD 2015). El caso griego dio cuenta de la incapacidad de los arreglos existentes al tiempo de activar las reestructuraciones de manera oportuna y en la profundidad necesaria para prevenir o resolver crisis financieras (problemática *too little too late*); como bien observa Boughton, ante su primera prueba de fuego, las herramientas diseñadas por el FMI a estos efectos a principios del 2000 fueron torpemente vulneradas (Boughton, Brooks, and Lombardi 2014). El caso de los fondos buitres vs. Argentina, denominado por observadores internacionales como el “juicio del siglo” (Halverson Cross 2015, 113), exacerbó por su parte el denominado «problema de acción colectiva» hasta el punto tal de –y suponiendo que la *injunctio* dictaminada por el juez norteamericano Griesa se reprodujese en otros casos semejantes– tornar imposible las reestructuraciones presentes y futuras (Stiglitz 2014).

A fin de lidiar con estas problemáticas, el FMI y la ONU propusieron soluciones diferentes. En efecto, la Asamblea General de la ONU creó, en setiembre de 2014, un Comité Especial encargado de diseñar un mecanismo legal para regular las REDS (A/RES/68/304 2014), mientras que el FMI inició un proceso de actualización de cuatro componentes claves de su marco de referencia para reestructuraciones cuyo avance más

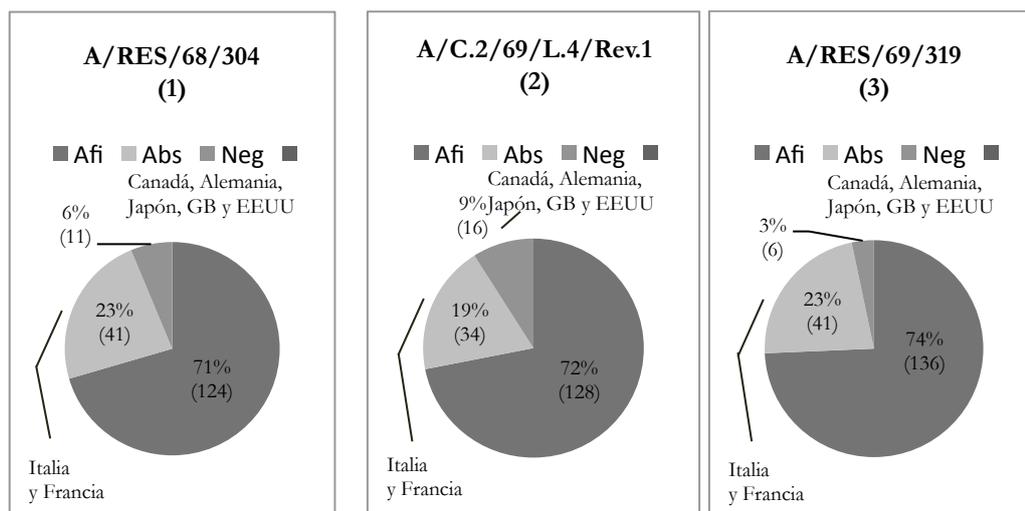
<sup>1</sup> A fin de comprender la diferencia entre una solución «contractual» y una «estatutaria o legal» en el campo de reestructuraciones, ver el primer párrafo del título siguiente.

<sup>2</sup> ICMA es una asociación privada que busca incidir, entre otras funciones, en la definición de los parámetros o regulaciones financieras internacionales. Posee su casa matriz en Londres, Inglaterra.

relevante, exhibido en octubre de 2014, giró en torno a nuevos modelos de cláusulas contractuales para ser incorporados en las futuras emisiones de deuda soberana (IMF 2014).

Estas instancias fueron promovidas por núcleos de poder diferentes en la gobernanza financiera global. La iniciativa de la ONU fue sustentada por el G77 + China en tanto que la del FMI fue el resultado de la cooperación entre grupos de trabajo del propio FMI, el Tesoro Norteamericano y la *International Capital Market Association (ICMA)*<sup>2</sup>, (IMF 2014). Ahora bien, mientras que el primer núcleo de poder prestó apoyo a la iniciativa contractual del FMI, el segundo rechazó desde el inicio la discusión abierta en la ONU tal como se observa en los siguientes gráficos:

**Gráficos N° 1: Resoluciones de la Asamblea General de la ONU relativas a REDS 2014-2015**  
**Porcentaje y números de votos afirmativos (Afi), negativos (Neg) y abstenciones (Abs)**



(1) Resolution A/RES/68/304 "Towards the establishment of a multilateral legal framework...", 9 September 2014.

(2) Resolution A/C.2/69/L.4/Rev.1 "Modalities for the implementation of resolution 68/304...", 22 November 2014.

(3) Resolution A/RES/69/319, "Basic Principles on Sovereign Debt Restructuring Processes", 10 September de 2015.

Elaboración propia sobre la base de información disponible en sitio oficial de la ONU (<http://www.un.org>).

<sup>2</sup> ICMA es una asociación privada que busca incidir, entre otras funciones, en la definición de los parámetros o regulaciones financieras internacionales. Posee su casa matricial en Londres y nuclea a más de 450 corporaciones financieras de diferentes países. Ver información sobre sus miembros, funciones y autoridades en su página oficial ([www.icmagroup.org](http://www.icmagroup.org)).

A diferencia de los representantes de los países del G-77 + China, aquellos de los países centrales plantearon las alternativas «contractual» y «legal» en términos excluyentes; esto es, la reforma del régimen de reestructuraciones *no* debía suponer otra solución que no fuese la contractual. Su posición resalta e invita a la reflexión en tanto –como se visualiza en los gráficos presentados– cuantitativamente ocupa un lugar minoritario en la Asamblea General y se mantiene de forma estable a lo largo de todo el proceso. De igual modo, en cuanto sus representantes y aquellos del FMI y de las asociaciones de capital involucradas en la redacción de las nuevas cláusulas contractuales, no participaron en la labor del Comité Especial creado por la Asamblea General pese a haber sido invitados a estos efectos. Cabe en consecuencia preguntarse ¿Por qué los agentes señalados obraron en este sentido teniendo en cuenta que la iniciativa de diseñar un mecanismo legal contaba con el soporte de la amplia mayoría de los países-miembro de la ONU?

La literatura especializada en economía política global ha buscado respuesta a este interrogante analizando los límites y potencialidades de los enfoques contractual y legal (o estatutario) al tiempo de organizar las reestructuraciones, primando la posición *contractualista* en el seno del FMI, el Tesoro Norteamericano y la ICMA (Gelpern 2016; Makoff and Kahn 2015). Desde la línea de análisis de esta posición, la postura de clausura de estos agentes a debatir un enfoque estatutario se explica a partir de un discurso en el que se afirma que es posible alcanzar resultados eficientes en las reestructuraciones sin necesidad de incurrir en una regulación legal que –entienden– traería aparejado consecuencias impredecibles y, desde allí, encarecería los costos del financiamiento hacia los mercados emergentes con efectos gravosos para la economía mundial (Bolton 2003).

Este artículo propone un acercamiento diferente a esta problemática que abandona la perspectiva «cuál es el mejor enfoque» y abraza aquella que, en palabras de Mattli y Woods, se ordena alrededor del interrogante «en beneficio de quién» (Mattli and Woods 2009); esto es, se pretende pasar de un debate con eje en la cuestión de «la eficiencia» a un debate que reflexione en relación a «los intereses» de los agentes mencionados al tiempo de promover una modalidad contractual y resistir la construcción de un mecanismo legal para REDS. En esta dirección, destacados autores han sugerido en publicaciones periodísticas que tras esta posición de resistencia subyace, en realidad, la vocación de estos

agentes de mantener el *status quo* y, desde allí, su rol dominante en la gobernanza financiera global.<sup>3</sup>

A fin de problematizar empíricamente esta sugerencia, este artículo compara el contenido de la propuesta contractual del FMI de 2014 –(IMF 2014)– con el de la primera iniciativa presentada al Comité de la ONU en 2015 –vgr. iniciativa de la misión Argentina, (UN proposal by Argentina 2015)– en torno a tres dimensiones que se juzgan relevantes al tiempo de visualizar rasgos de cambio o conservación con respecto a los elementos de la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) que se activan actualmente al tiempo de organizar las reestructuraciones; estas dimensiones son: 1) la participación de la comunidad internacional; 2) el involucramiento de órganos de resolución de conflictos; 3) el reparto de cargas y derechos entre el Estado deudor y sus acreedores. Se toma en cuenta esta iniciativa no por su impacto efectivo en la AFI (finalmente, la Asamblea General no aprobó ninguna de las propuestas discutidas en dicho Comité)<sup>4</sup> sino en la medida en que, se considera, constituye un buen punto de comparación con la propuesta del FMI al pretender poner en práctica un procedimiento legal que define las problemáticas de las reestructuraciones, sus institutos y finalidades, a partir de un marco de referencia que se nutre en buena medida de la cosmovisión propia de la agenda para el desarrollo de la UNCTAD y, en consecuencia, se aleja en aspectos claves de aquella dominante en el seno del FMI (UNCTAD 2015).

Se argumenta en este artículo que la iniciativa del Fondo favorece, en las dimensiones analizadas y en mayor medida que la propuesta A. en la ONU, los intereses materiales de los gobiernos de los países centrales, del propio FMI y de las grandes corporaciones financieras que lo promovieron. Se entiende que este análisis es útil al momento de reflexionar sobre los límites de aquellos modelos interpretativos de la realidad social que intentan explicar la oposición de estos agentes a la redacción de un mecanismo estatutario para reestructuraciones en términos exclusivos de una racionalidad técnica y abstracta, y desconociendo las relaciones de poder que subyacen tras sus posiciones y las instituciones que moldean la AFI.

---

<sup>3</sup> Ver, por ejemplo, las opiniones de los economistas Thomas Piketty, (<http://www.pagina12.com.ar/diario/elpais/1-260940-2014-11-30.html>), Mark Weisbrot (<http://www.pagina12.com.ar/diario/economia/subnotas/260179-70501-2014-11-19.html>), Oscar Ugarchete (<http://www.pagina12.com.ar/diario/dialogos/21-260012-2014-11-17.html>), y Eric Toussaint (<http://www.pagina12.com.ar/diario/elpais/1-256349-2014-09-28.html>), páginas consultas el 10-12-2016.

<sup>4</sup> La labor del Comité concluyó con la aprobación no de un mecanismo estatutario sino de un conjunto de principios para guiar las reestructuraciones (A/RES/69/319 2015).

## II- Breve introducción al régimen de reestructuraciones vigente: dimensiones de análisis

El espacio del campo académico que reflexiona sobre el mercado de deuda soberana se estructura a partir de múltiples pares conceptuales. La dicotomía enfoque «contractual vs estatutario (legal)» es la más común en la literatura. En este sentido, la nueva propuesta del FMI es exhibida como un triunfo de la primera posición sobre la segunda, representada en la coyuntura concreta por el mencionado Comité de la ONU (Makoff and Kahn 2015). Un mecanismo estatutario es por definición una modalidad jurídica: a) «supra-contractual» – que opera independientemente de la voluntad de las partes contratantes– en tanto ha sido aprobado por una autoridad con poder político por sobre los agentes privados; b) «institucional/oficial» en cuanto su validez y vigencia están, precisamente, atados al poder de dicha autoridad; c) «regulativa» en la medida en que sus preceptos son obligatorios aun cuando hayan sido o no incorporados en los contratos; d) «estructurada»: en razón de que ordena los procesos a partir de reglas generales y abstractas, y designa una entidad –con diferente naturaleza y potestades según las distintas propuestas– encargada específicamente de controlar que dichas reglas se apliquen a los casos particulares que ingresan bajo su dominio. Por defecto, la modalidad contractual es «voluntaria», «*ad hoc*», «de mercado» y «de negociación descentralizada» (Gelpner 2014).

La dicotomía «países emergentes vs avanzados»<sup>5</sup> es menos común en la literatura y por buenas razones. El acelerado crecimiento de los países emergentes y el relativo estancamiento de los países centrales de occidente –en el marco de un acentuado proceso de transnacionalización– ha abierto paso a un mundo en donde las relaciones *norte-sur* de la inmediata post-guerra fría se redefinen de manera compleja en una nueva heterogeneidad institucional a través de distintas estrategias de cooperación, dominación y resistencia (Grabel 2012). Aun así, se considera que este par conceptual sigue teniendo potencial analítico en aquellos casos –como el que aquí se estudia– en los que se disputa la gobernanza financiera global, todavía significativamente controlada por los agentes centrales de la globalización neoliberal. Visto de este modo, el eje de esta diferenciación está dado por la postura idealizada de estos extremos en relación a la transformación –“emergentes”– o conservación –“avanzados”– de dicha gobernanza.

---

<sup>5</sup> Presente por ejemplo en (Montes and Wierzbna 2015).

El origen y la evolución de esta última noción en el ámbito financiero global están íntimamente ligados a los procesos de reestructuración. De Angelis –cuyos desarrollos<sup>6</sup> se siguen en este artículo– advierte que existen en la literatura dos formas de pensar la «gobernanza»; ambas suponen una “manera de gobernar” pero, en un primer sentido (*layer I*), la gobernanza se refiere a la manera en la cual algo es (o se supone debe ser) regulado, a una estructura de gobierno, a un sistema de regulación en tanto que, en el segundo sentido (*layer II*), la gobernanza se vincula ya no a una estructura sino a un proceso, a la manera a través de la cual dicho sistema de regulación y las prácticas que en él ocurren son construidas y reformadas (De Angelis 2003, 2). Este artículo procura interrelacionar ambos sentidos o *layers* de gobernanza específicamente en relación a la nueva propuesta contractual del FMI. Ahora bien, dicha interrelación sólo puede efectuarse en el marco del devenir histórico del «régimen» de reestructuraciones –en palabras de (Gelpern 2016)– que a continuación se sintetiza tomando en consideración tres etapas que se corresponden con aquellas que De Angelis (2003) propone al tiempo de trazar la genealogía de la noción señalada.

Este régimen comienza a gestarse en el periodo inmediatamente posterior a la caída del acuerdo de *Bretton Woods* y está asociado, en particular, a la crisis de la deuda externa de los años ´80. Este, advierte Gelpner, es un régimen «modular». Cada módulo se construye según diferentes tipos de acreedores. Todos los módulos se encuentran interrelacionados pero no en un plano de igualdad: en el centro de este régimen se ubica aquél módulo que se erige en torno al FMI (Gelpern 2016). En términos generales, cuando un Estado en los años ´80 deseaba reestructurar su deuda suscribía un programa financiero con dicho organismo. Este programa suponía un verdadero “plan de reestructuración” en el que se tasaba el monto y tipo de deuda a renegociar, la modalidad escogida para hacerlo, las políticas que el gobierno debía seguir para salir de la situación de zozobra económica en la que se encontraba, y el monto y el cronograma de desembolso del paquete financiero que lo acompañaría dando cuenta de los aportes que cada uno de los tipos de prestamistas involucrados en el proceso debía realizar (Boughton 2001). Visto de este modo, el FMI, en las reestructuraciones, ataba a todos los agentes significativos del mercado de deuda soberana en un mismo evento a través de un sistema regulativo –gobernanza en el sentido o *layer I*– que si bien no se había institucionalizado legalmente, estaba lejos de ser caótico y se reproducía en el tiempo a través de acuerdos y condicionamientos cruzados (Gelpern

---

<sup>6</sup> Los desarrollos de De Angelis (2003) son concordantes con los de Sousa Santos (2005) y con los de Ives (2015).

2016). Este régimen implicó una verdadera reingeniería de la AFI creada en la segunda post-guerra. Aparecieron, entre otras novedades, nuevas herramientas institucionales como los sistemas de vigilancia obligatorios, los programas de financiamiento ampliado y los créditos concertados. Este proceso es inseparable del ascenso del neoliberalismo como paradigma hegemónico en los principales centros de poder de la naciente globalización financiera. Los planes de reestructuración sirvieron en esta dirección para operacionalizar un conjunto de políticas económicas que a finales de la década de los '80 se estandarizarían en el denominado Consenso de Washington (De Angelis 2003; Manzo 2011).

Este régimen surgió de un acuerdo entre los gobiernos de las economías avanzadas. Lee se refiere en este sentido a una verdadera «concertación de poderes» para resaltar que el régimen no se circunscribía a la voluntad exclusiva de los EEUU (Lee 2012, 115). Esta concertación se materializó fundamentalmente por intermedio del G-5 (luego, G-7), erigido como el principal foro de coordinación de la política económica global desde su creación a mediados de los años '70. Tras el estallido de la crisis de la deuda externa, el G-7 delegó al FMI, cuyo gobierno mayormente controlaba, la potestad de intervenir en los países afectados. Este proceso es fundamental para comprender la emergencia de lo que Sousa Santos (2005) denomina como la «matriz política» –gobernanza en el sentido o *layer II*– de la globalización neoliberal en tanto sirvió no sólo para potenciar la red de relaciones existentes entre los gobiernos del G-7 entre sí y con las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) sino, fundamentalmente, porque modificó la relación de estos extremos con los grandes bancos comerciales. En los '70, señala Boughton, el vínculo entre estos últimos y el FMI podía calificarse como “de mutua y beneficiosa dependencia (Boughton 2001, 275)”. La respuesta ideada para enfrentar la crisis de la deuda externa transformó este vínculo en una coordinación política de actividades conjuntas: en efecto, el nuevo régimen de reestructuraciones instó a los acreedores, de una parte, a conformar un Comité Asesor que operó como centro de representación de estos bancos hasta principios de los '90 y, de otra parte, a activar operaciones de créditos concertadas para acumular los recursos de los paquetes financieros coordinados por el FMI.

En una segunda etapa, que se activa a finales de los años '80, este régimen garantiza que las crisis financieras se resuelvan profundizando el neoliberalismo. En esta etapa aparece el «discurso de la gobernanza» precisamente de la mano de las IFIs: el FMI, señala De Angelis, “comienza a redactar informes refiriéndose a la "buena gobernanza"; entendida ésta como una particular manera en la que el gobierno de los Estados debe ser

estructurado o, si se quiere, entendida en el primero de los sentidos señalados (gobernanza como *layer I*). En último término, –remata– "buena gobernanza" implica la configuración de los órganos de gobierno de conformidad a las políticas del Consenso de Washington; configuración que debe hacerlas irreversibles (De Angelis 2003, 7)". Se consolida en esta etapa una verdadera «estructura neoliberal» en los ámbitos nacional, intra- e inter-nacional que la literatura especializada denomina, parafraseando a Ruggie, «*embedded neo-liberalism*» (Lee 2012, 113). El régimen de reestructuraciones descrito –que opera una vez que la crisis ya se ha producido– se articula fuertemente en los ´90 con un discurso de prevención de crisis que se construye alrededor de una noción de «transparencia» en/por la cual los gobiernos de los Estados deben estructurarse de tal manera de permitir el escrutinio de sus economías por parte de las instituciones neoliberales globales (De Angelis 2003, 11).

Por el costado de la gobernanza en el sentido o *layer II*, el régimen de reestructuraciones creado garantiza en esta segunda etapa que cada nueva crisis y las modificaciones que deban realizarse al propio régimen serán resueltas por la matriz política tejida en los años precedentes. Pasado el peligro inicial, los grandes bancos buscaron desengancharse de la estrategia coordinada por el FMI. Los Planes Baker (1985) y Brady (1989), con epicentro en el Tesoro de los EEUU, les otorgaron una serie de beneficios para mantenerlos en el juego (Boughton 2001). Desde el comienzo, los Estados deudores se insertaron en el régimen pero de forma diferente; esto es, como agentes receptores o destinatarios del mismo. Cuando su elite gobernante coincidía en su orientación política con la del Fondo, el programa con la institución ordenaba la negociación con sus acreedores al tiempo que le otorgaba recursos para escapar del *default*. Ahora bien, cuando no lo hacía, el régimen operaba en la práctica como un mecanismo «coercitivo» (Lee 2012). La posibilidad de un gobierno fuertemente endeudado y en crisis de operar por fuera del FMI en los ´80 y ´90 se veía seriamente restringida desde el momento en que no podía acceder al financiamiento externo ni negociar con sus acreedores hasta tanto no suscribiese los referidos programas que, como se señaló, incluían un conjunto creciente de condicionalidades de política económica (Manzo 2011).<sup>7</sup> Los informes y recomendaciones del FMI que emergían de las

---

<sup>7</sup> Es útil pensar, advierte De Angelis, el *set* de políticas del Consenso de Washington que informan en esta etapa las condicionalidades del FMI en términos de tres prescripciones normativas: "primero, el Estado, tanto en el *Norte* como en el *Sur*, debe despreocuparse del sector social. Segundo, el mercado debe tener libre acceso a todas las esferas de la reproducción social y de la vida y, consecuentemente, ser libre para constreñirlas.

misiones de control de estos programas y de aquellas de vigilancia anual obligatoria (art. IV), cuando éstos programas no estaban activos, enviaban «señales» a los agentes del mercado sobre el grado de cumplimiento por parte de los Estados del decálogo del Consenso de Washington. Visto así, en esta etapa, los roles del FMI de vigilancia (prevención) y árbitro de las reestructuraciones (gestión y resolución de crisis) propios de la etapa anterior se consolidan y complementan en un proceso continuo en el que la búsqueda de la integración plena de los mercados domésticos a la globalización neoliberal aparece como un fin en sí mismo (De Angelis 2003).

En una tercera etapa, que comienza a finales de los años '90, el régimen de reestructuraciones creado entra en tensión y se modifica para adquirir su forma actual. Las discusiones que se dan a raíz de las crisis que azotan por entonces a los países emergentes abren el camino a una gobernanza financiera (en el sentido o *layer I*) en donde el corazón de las reglas a difundir se codifica, ya no principalmente en un conjunto de políticas estructurales que los gobiernos deben adoptar, sino a través de nuevos estándares internacionales de aplicación voluntaria. Luego de la crisis asiática de 1997-1998, el FMI, entre otros foros destacados, redactó una amplia variedad de guías-orientadoras sustentadas en un enfoque destinado a fortalecer la «disciplina del mercado» como principio auto-regulado de estabilidad financiera (Gabel 2012). Pese a su carácter voluntario, estas guías se diseminaron rápidamente –especialmente en las economías avanzadas– a través de una red de presiones horizontales y controles mutuos.<sup>8</sup> En el ámbito específico de las reestructuraciones, la principal lección de esta etapa fue para el FMI aquella que consideraba que no toda crisis se podía resolver a través de rescates financieros; antes bien, estos rescates socavaban la disciplina del mercado con efectos negativos en el mediano y largo plazo para todos los involucrados de buena fe en estos procesos. Esta «lección» se tradujo en la modificación del marco legal que regula su política de financiamiento (Boughton, Brooks, and Lombardi 2014). Este proceso de reforma fue acompañado, en concordancia con la tendencia señalada, por modelos de cláusulas contractuales para ordenar las reestructuraciones (vgr. CACs), (Krueger and Hagan 2005).

La construcción y difusión de estos modelos se realizó a partir de una nueva forma de enganche y participación de los agentes privados en consonancia con los principios que

---

Tercero, el pueblo debe organizar su propia reproducción económica-social en vez de depender a estos efectos del Estado” (De Angelis 2003,8).

<sup>8</sup> Para profundizar sobre los mecanismos de difusión de modalidades regulativas de carácter voluntario en el mercado financiero internacional ver Gabel (2012) y Lee (2012).

informan el discurso de la gobernanza (en el sentido o *layer II*) que, en esta etapa, devino en hegemónico en el ámbito de la organización de la economía política global. Como bien advierte De Angelis, este discurso lejos de representar una síntesis superadora de las prácticas neoliberales –como lo difunden los agentes de su matriz política– buscó asegurar su continuidad en un momento en el que el modelo de acumulación neoliberal atravesaba dificultades crecientes para asegurar su reproducción (De Angelis 2003, 24). El G-7 percibió estas dificultades en el régimen de reestructuraciones ya en 1995 e instó a superarlas con procedimientos que se basen en «las prácticas e instituciones existentes», los «principios del mercado» y faciliten el «involucramiento de los agentes privados» (G10 1996). Esta última prescripción cobra sentido al observar que, en el periodo post-Brady, la posibilidad de organizar acciones colectivas con/por parte de estos últimos agentes a partir de la representación de un conjunto limitado e identificable de grandes bancos comerciales se fue diluyendo con la consolidación de un mercado de bonos soberanos cada vez más dinámico y complejo. Con ello, el rol que desempeñaba el Comité Asesor de estos bancos en la matriz política tejida en los años ´70 y ´80 empezó a ser ocupado, a finales del siglo XX, por nuevas asociaciones empresariales que se organizan con el objetivo específico –entre otros expresamente declarados– de fijar o influir sobre la redacción de las reglas financieras internacionales (vgr. «*industry standard-setting bodies*»), (Kern 2015, 11). El papel de estas asociaciones en el campo de las reestructuraciones cobró centralidad a principios del `00 evitando, en consonancia con la postura del Tesoro Norteamericano, la redacción del mecanismo estatutario propuesto por Krueger y ubicando en su lugar a las referidas CACs hasta entonces resistidas en el territorio estadounidense (Krueger and Hagan 2005).

En este contexto histórico se cristalizaron los elementos que dan sustento al actual marco de referencia del FMI para REDS. Este marco continúa ubicándose en el centro del régimen modular de reestructuraciones vigente. Se organiza –no a partir de un mecanismo estatutario unificado como lo proponía Krueger– sino de forma «residual» a través de la interacción de diferentes marcos regulativos del FMI que se complementan entre sí y con sus modelos propuestos de cláusulas contractuales: los más destacados son aquellos que regulan su Análisis de Sustentabilidad de Deuda (ASD) y sus políticas de acceso excepcional a sus recursos y de préstamos en mora (LIA, por sus siglas en inglés). A grandes rasgos, puede afirmarse que el organismo ata el cuándo, cuánto y cómo reestructurar una deuda soberana a un complejo cálculo sobre su sustentabilidad en distintos escenarios. Los datos que permiten realizar este cálculo provienen fundamentalmente del ejercicio de su rol de

vigilancia sobre las economías de sus Estados-miembro y se colectan/procesan a partir del mencionado ASD. Si el ASD juzga insustentable una deuda, el FMI recomienda al deudor su rápida reestructuración; más importante aún, supedita su apoyo financiero a dicha reestructuración («marco de acceso excepcional»). Este apoyo se encauza a través de la firma de un programa de financiamiento que definirá las pautas en el marco de las cuales las negociaciones entre deudor y acreedores se llevarán a cabo. Estas negociaciones, cuya forma el FMI entiende pueden variar en contextos pre o post-*default*, tienen por objeto definir el contenido de una oferta de reestructuración. El organismo espera que el porcentaje de adhesión requerido para que dicha oferta sea obligatoria para todo el universo de acreedores participantes en la reestructuración sea regulado a través de CACs incorporadas por las partes oportunamente en los contratos de emisión de deuda siguiendo sus modelos propuestos. Cuando el deudor ya ha ingresado en mora con sus acreedores, el financiamiento del FMI se supedita –además de a las condicionalidades propias de sus programas de financiamiento– al cumplimiento por parte del Estado deudor de una serie de condiciones que entiende el organismo son fundamentales al tiempo de conducir un proceso de reestructuración sano y transparente («marco de política LIA»), (IMF 2013; Krueger and Hagan 2005).

El FMI evaluó la *performance* de este marco de referencia en 2005, 2006 y 2013. Este último informe observó una serie de dificultades que, en el contexto de la crisis financiera global, adquirieron una significación especial. En función de ello inició un proceso de revisión –no de sustitución– de dicho marco en cuatro aspectos vinculados a su política de acceso excepcional, LIA y modelos de cláusulas contractuales vigentes (IMF 2013). En lo que respecta a estos modelos, esta revisión fue realizada por una red de cooperación de agentes que actualiza al caso particular la matriz política tejida en los años '70/'80 entre el sector oficial de las economías avanzadas, las IFIS y el sector financiero privado, representado por asociaciones de corporaciones financieras que operan en sus territorios. En concreto, el informe de 2014 del FMI –objeto de estudio de este artículo– fue diseñado por una matriz que se articuló en torno a los siguientes agentes: 1) Tesoro Norteamericano: el Grupo de Trabajo informal conformado en su seno da cuenta del lugar central del gobierno de los EEUU en este proceso; los del resto de los países del G7 fueron invitados a participar en el Grupo en tanto representantes de jurisdicciones financieras claves. Junto a los delegados oficiales de estos países se hallaron miembros cuyo capital de ingreso a las discusiones se ubicó en sus credenciales académicas (vgr. los “expertos” o, simplemente,

“académicos”); b) ICMA: la asociación de capitales que mayormente articuló al sector financiero privado fue la ICMA con asiento matricial en Inglaterra cuya jurisdicción es resaltada en el informe del FMI a la par de la de Nueva York; el *Institute of International Finance* (IIF), con base en corporaciones financieras norteamericanas, participó activamente en las discusiones; c) FMI: se involucró en el proceso a partir de un equipo conformado por miembros del *staff* de tres de sus departamentos. El FMI compartió con los otros dos agentes el papel de articulador de la matriz en cuestión y, al mismo tiempo, se presentó como el vehículo por excelencia en la internacionalización de su voluntad expresada, en el caso particular, a través del referido informe (IMF 2014; Makoff and Kahn 2015).

Las dificultades de los arreglos existentes al tiempo de organizar correctamente las reestructuraciones fueron observadas también por agentes ajenos a la matriz política señalada. En efecto, en 2013, de manera paralela al proceso de revisión descrito, la UNCTAD conformó un grupo de trabajo para REDS. La UNCTAD, de la cual emerge la propuesta Argentina (propuesta A.) debatida en 2015 en el Comité de la ONU, analiza desde hace décadas las crisis de deuda soberana desde una mirada con el acento puesto en las «economías en desarrollo» (UNCTAD 2015). Esta mirada se entrelaza con la redacción de un mecanismo legal para REDS por lo menos desde los años ´80. Más recientemente, la necesidad de redactar esta clase de mecanismos fue propuesta en la ONU por los informes, en primer lugar, de Monterrey de 2002 en el que se fijaron las Metas de Desarrollo del Milenio y, en segundo lugar, Stiglitz de 2009 sobre la crisis global como parte integral de un conjunto de reformas estructurales de la AFI que marquen un viraje en el modelo neoliberal que informa las políticas de las IFIs desde el último cuarto del siglo XX (Stiglitz 2009).

Se observa así, que la propuesta del FMI 2014 y aquella de la A. en la ONU 2015 se anclan en posiciones distintas (dominante, la primera, y emergente, la segunda) con respecto a la gobernanza financiera global. La noción de gobernanza se ve a sí misma, explica Sousa Santos, como autogenerada cooperativamente y, por lo tanto, “cree ser todo lo incluyente que podría ser”; o dicho de otro modo, todo lo que está afuera de ella, en lugar de reconocerse como tal, está “totalmente ausente” (Sousa Santos and Rodriguez Garavito 2007, 33). Este artículo, siguiendo la invitación del autor citado de luchar contra este reduccionismo a partir de una «sociología de las ausencias», pretende visibilizar lo que el informe de 2014 «oculta» a partir de un proceso esencialmente comparativo; esto es, en concreto, comparando su contenido con el de la propuesta A. en la ONU en base a las

siguientes dimensiones que se juzgan relevantes al tiempo de visualizar rasgos de cambio o conservación con respecto al actual régimen de reestructuraciones:

1) *Participación de la comunidad internacional*: los análisis comparativos de las leyes de quiebra locales permiten advertir que la intervención de un tercero en estos procesos es un factor común a todas las legislaciones estatales. En el caso de las REDS y considerando que éstas suponen fenómenos con implicancias que exceden el territorio exclusivo del Estado deudor, dicho tercero debería actuar como representante de la comunidad internacional en estos eventos ¿Corresponde replicar la intervención prevista por las legislaciones estatales en el ámbito soberano? Quienes se pronuncian de forma negativa llevan al extremo su confianza en la lógica auto-regulativa del mercado; los procesos de reestructuración–entienden– deben ser resueltos exclusivamente por las partes afectadas, oferentes (acreedores) y demandantes de dinero (deudores), de conformidad a los contratos por ellos suscritos. La postura mayoritaria se pronuncia de forma afirmativa. Ahora bien, en esta postura no existe acuerdo sobre los siguientes interrogantes a considerar en este trabajo: ¿Cuál entidad es la adecuada para representar a la comunidad internacional? ¿Esta entidad debe tener capacidad, como ocurre en el ámbito privado, para prescribir cursos de acción al deudor con el objeto de que se aleje de la orientación que, supuestamente, lo llevó a reestructurar su deuda?

2) *Entidad de resolución de conflictos*: los derechos y obligaciones del Estado deudor y sus acreedores se establecen en cada operación de crédito a través de contratos. En ellos se incorporan cláusulas que prevén cómo actuar frente a un evento en el que se vulnere/n alguno/s de los derechos acordados. Como no existe un tribunal de quiebra internacional o semejante, es práctica común que en estos casos las partes acuerden en dichas cláusulas someter el conflicto a la jurisdicción de un juez o arbitro determinado. Esta práctica tiene influencia decisiva en las reestructuraciones, al menos, en relación a dos cuestiones a las que las distintas propuestas ofrecen soluciones diferentes; aparecen aquellas cuestiones relativas, por un lado, a la naturaleza soberana del Estado y, por otro lado, a la problemática de los *holdouts*. En el primer caso, cabe preguntarse: ¿Puede un juez de un Estado dado iniciar un proceso patrimonial en el que se demande a otro Estado soberano? ¿Puede en estos procesos juzgarlo como a un privado más? Y en particular ¿Puede ordenar medidas que importen restricciones sobre sus acciones o la libre disposición de sus bienes? Las respuestas a estas preguntas se vinculan de forma directa con las nociones de «cesión de jurisdicción» e «inmunidad soberana». En el segundo caso, los interrogantes cobran

sentido cuando se observa que las reestructuraciones son en esencia procesos «colectivos» en los que el deudor procura en un mismo evento refinanciar o reducir sus deudas con cientos o miles de acreedores: ¿Cómo afecta la expectativa de los acreedores al tiempo de brindar su consentimiento a una oferta de reestructuración el hecho que exista la posibilidad de que un acreedor cobre por vía judicial el 100% de sus acreencias cuando dicha oferta prevé una quita de las suyas? ¿Puede un sólo acreedor litigante bloquear o hacer caer un acuerdo alcanzado con otros miles, o existe alguna manera en que los efectos de este acuerdo se hagan extensivos a la totalidad del universo de acreedores involucrados?

3) *Reparto de cargas y derechos entre el Estado deudor y sus acreedores*: existen básicamente propuestas de reestructuración «pro-acreedores» y «pro-deudores» (Ugarchete 2007, 42). La manera en la que se distribuyen las cargas y derechos en las regulaciones de estos procesos está íntimamente ligada a la concepción e intereses – generalmente implícitos– de sus diseñadores con respecto a la responsabilidad de la situación que lleva a un Estado a modificar las condiciones originarias de sus contratos de deuda y a la forma en la que se estructura el poder en la arena global. Hay observadores del mercado financiero que consideran que *a priori* los Estados son responsables de la crisis que enfrentan, que los acreedores son la parte débil en las negociaciones de deuda soberana, que el FMI es una institución que no le es amigable y que los enfoques estatutarios limitan sus derechos;<sup>9</sup> hay observadores que opinan exactamente lo contrario.<sup>10</sup> Interesa en particular en esta dimensión observar cómo las propuestas objeto de estudio reparten los derechos/cargas relativos a los principios de «colaboración», «transparencia» y «buena fe» en las reestructuraciones.

### III- Comparación de los principios y contenido de la propuesta contractual del FMI y la iniciativa Argentina en el Comité de la ONU

El informe del FMI de 2014 gira básicamente en torno a dos cuestiones: en primer lugar, fija posición en relación al sentido de la cláusula *pari passu* advirtiendo que ésta debe redactarse e interpretarse en términos de una cláusula de «ranking de acreedores» y no –

<sup>9</sup> Ver, por ejemplo, (PIIE 2014, 29 y ss, Tran Hung) y (Mooney 2015, 68 y ss).

<sup>10</sup> Ver, por ejemplo, (Ugarchete and Acosta 2003).

como lo hizo el juez Griesa en el caso NML– como una cláusula de «obligación de pago por prorrateo» y, en segundo lugar, construye modelos de CACs con un menú de procedimientos de agregación entre los que resalta aquél, hasta ahora inexistente, denominado como «de votación unificada o de un solo límite» (IMF 2014). A través de las CACs, cabe observar, las partes involucradas en una operación de crédito regulan por medio de un contrato la manera en la cual los acreedores, como sujeto colectivo, deberán brindar su consentimiento a una oferta de reestructuración dada.

Las propuestas estatutarias discutidas en la ONU, por su parte, pretendían (en tanto, como se señaló, de hecho no prosperaron) ordenar las reestructuraciones a partir de un marco regulatorio unificado y específicamente diseñado a estos efectos. A diferencia de la solución contractual aprobada por el FMI, este marco operaría por encima de la voluntad de las partes contratantes –y por ello de una vez y de forma uniforme– en tanto sus reglas serían válidas en todos los territorios de aquellos Estados que hubiesen prestado su consentimiento de conformidad a los procedimientos de la Asamblea General. La propuesta A., al igual que el resto de las iniciativas que se discutieron en el Comité, era una propuesta de tipo *soft law* que no procuraba crear una autoridad centralizada encargada de efectivizar sus reglas de forma jerárquica y vertical (ej., un Tribunal de Quiebra Internacional), (UN proposal by Argentina 2015).

Es relevante advertir que la iniciativa del FMI y la A. en la ONU se asientan en cosmovisiones diferentes sobre la economía y la sociedad, algo que se hace manifiesto desde el inicio en el recorte analítico en el que estas iniciativas anclan las reestructuraciones. El FMI aborda esta problemática siempre dentro del espacio analítico del mercado financiero internacional. Las reestructuraciones son, en este sentido, definidas como una problemática que emerge de: a) un excesivo endeudamiento soberano; b) la pérdida de los Estados de su acceso al crédito. Cuando “a” y “b” no pueden solucionarse por los programas de ajuste y financiamiento habituales, el FMI propone una reestructuración para refinanciar su deuda o reducir su *stock* (IMF 2013). La propuesta A. en la ONU, por su parte, tiende a invisibilizar los límites entre el mercado financiero y otras dimensiones de la realidad social. Esta propuesta ancla las REDS en el espacio analítico de las crisis de deuda soberana cuyas consecuencias, entiende, afectan el derecho al desarrollo y al pleno ejercicio de los Derechos Humanos (UN proposal by Argentina 2015, 1). Por lo tanto, aclara, el mecanismo regulatorio propuesto debe aplicarse e interpretarse

considerando de forma plena las consecuencias políticas, económicas y sociales de las reestructuraciones (UN proposal by Argentina 2015, 2).

Desde allí, las iniciativas fijan objetivos distintos. El objetivo de una reestructuración es, según la propuesta del FMI, el de devolver la sustentabilidad a la deuda soberana y el acceso del Estado al mercado de crédito (IMF 2013). La iniciativa A. en la ONU, por su lado, juzga la eficiencia de estos procesos según su capacidad para garantizar el crecimiento sustentable y el desarrollo de los Estados y, a su vez, un tratamiento igualitario hacia los acreedores (UN proposal by Argentina 2015, 2). El principio de sostenibilidad no se limita a la sustentabilidad de la deuda soberana; éste, clarifica la Resolución finalmente aprobada por la ONU, significa que las reestructuraciones “deben promover el crecimiento económico sostenido e inclusivo y al desarrollo sostenible, minimizando los costos económicos y sociales, garantizando la estabilidad del sistema financiero internacional y respetando los Derechos Humanos (A/RES/69/319 2015, princ. 8)”.

Partiendo de estas definiciones y como se observa a continuación, las propuestas presentan similitudes y diferencias en torno a las dimensiones introducidas en el título precedente.

1) *Participación de la comunidad internacional*: la propuesta A. en la ONU garantiza la participación de la comunidad internacional en las reestructuraciones, en tanto entiende que sus consecuencias no se circunscriben al Estado deudor y a sus acreedores (UN proposal by Argentina 2015, 4).

No existen modelos de cláusulas contractuales que establezcan una prescripción semejante; esto es, que obliguen a las partes intervinientes a dar participación a la comunidad internacional en estos procesos. No obstante ello, la propuesta del FMI, se organiza considerando a la reestructuración como un proceso complementario a sus propios programas de financiamiento. Su marco de referencia, como se observó, detalla cómo debe ser su intervención en las etapas previas y posteriores a la reestructuración, así como también durante su sustanciación (IMF 2013).

La propuesta A. en la ONU no inhibe esta intervención pero ubica a una Comisión Observadora –conformada *ad hoc* por tres Estados– como representante de la comunidad internacional en estos eventos y a cargo de la supervisión de todo su desarrollo. Entre otras facultades, la iniciativa le otorga a la Comisión la capacidad para estudiar la información presentada por el Estado al tiempo de activar el proceso, resolver disputas y redactar un

informe final mostrando si el deudor soberano ha cumplido o no con los preceptos del mecanismo regulatorio propuesto (UN proposal by Argentina 2015).

Desde el punto de vista de la gobernanza financiera internacional la definición del grado y tipo de participación del FMI en las reestructuraciones es relevante en tanto, de una parte, este organismo es en sí mismo un acreedor y, de otra parte, sus órganos de gobierno se encuentran mayormente controlados por las economías avanzadas. En efecto, estos órganos se organizan a partir de un sistema en el cual sus 189 países-miembro tienen un poder decisorio diferenciado. EEUU es el miembro con la mayor cuota dentro del FMI y es el único que en 2014 tenía poder de veto sobre sus decisiones de mayor relevancia. El G7 en conjunto concentraba ese año cerca del 45% del total de poder de voto de su Junta de Gobernadores. Pese a su peso en la economía global, los países emergentes no contaban con una representación destacada en la institución. Así, por ejemplo, a 2014 el poder decisorio en dicha Junta de China era inferior al del Reino Unido (4,00 vs 451) y el de China y la India juntos inferior al de Japón (6,44 vs 6,56), (Larralde Hernandez 2014). En función de ello se estableció en 2006 un plan bianual para modificar esta situación; plan que al momento en que se aprobó el informe del FMI se encontraba paralizado ya que el Congreso de EEUU no había aprobado las reformas del año 2010. En este sentido, es relevante advertir que el principio N° 4 de la Resolución adoptada por la ONU exige que todas las instituciones que participen en las reestructuraciones sean imparciales e independientes (A/RES/69/319 2015).

Un segundo elemento a considerar en este punto se refiere a las «condicionalidades». Cuando una empresa cae en estado de insolvencia, las leyes de quiebra estatales definen mecanismos para influir o lisa y llanamente para tomar el control (el grado de intervención depende de cada modelo legislativo y de las distintas etapas del proceso concursal) de la administración de sus bienes (Krueger and Hagan 2005). En el ámbito internacional no existe una reglamentación similar. Sin embargo, el FMI procura condicionar aspectos de la política económica del deudor a partir de sus programas de financiamiento. Desde su origen la institución otorga préstamos condicionados a sus Estado-miembros. Estos préstamos se entregan de manera escalonada de tal forma de vigilar el cumplimiento de las políticas acordadas con las autoridades nacionales en un cronograma que puede extenderse por 3 o 4 años dependiendo del tipo de facilidades concedidas. El organismo suele además coordinar paquetes financieros de rescate con otros prestamistas cuyos fondos se otorgan siguiendo el referido cronograma. El monto de estos paquetes se fija

estratégicamente por debajo de los requerimientos financieros del deudor de tal modo que éste ajuste su política fiscal con destino al pago de su deuda. Los programas del FMI operan en la práctica como «una señal» para todos los jugadores involucrados en una REDS. Una revisión negativa o exitosa de las condicionalidades acordadas puede influir sobre el grado de apoyo de los acreedores a este proceso o afectar la sustentabilidad de la deuda en un escenario post-reestructuración (Krueger and Hagan 2005).

Desde los años '70 hasta finales del siglo XX, las condicionalidades del FMI estuvieron en expansión. Se trató de una expansión, de una parte, cuantitativa en tanto el número de condiciones exigidas aumentó progresivamente llegando el organismo al extremo de conceder recursos a Indonesia en 1997 en el marco de un programa con más de 100 condicionalidades y, de otra parte, cualitativa en la medida en que su contenido pasó de circunscribirse de un núcleo reducido de recomendaciones fiscales y cambiarias a un conjunto de condiciones amplias y en muchos casos estructurales que procuraban influir básicamente sobre todas las áreas de la política económica del Estado deudor (Manzo 2011). Luego de la crisis asiática, esta dinámica fue criticada desde ambos extremos del debate sobre reestructuraciones. Los ortodoxos entendieron que esta intervención del FMI socavaba la disciplina del mercado, en tanto que los heterodoxos que exacerbaba la caída económica del país en crisis (Stiglitz 2009, cap1, punto 36). Bajo estos presupuestos, en 2002 y 2009 sus guías de condicionalidades fueron significativamente reformadas. Desde entonces, éstas se establecen a partir de un criterio «macro-crítico» que las limita a aquellas consideradas como estrictamente necesarias de conformidad a las funciones centrales del FMI, adquieren modalidades distintas según nuevos tipos de facilidades creadas y su avance no se monitorea en razón del «criterio de performance estructural» utilizado hasta el año 2009 (IMF 2012). Ahora bien, estas reformas no implicaron un cambio en el modelo de pensamiento económico-social del cual estas condicionalidades se nutren.

En términos de la disputa por la gobernanza financiera global esta última cuestión adquirió centralidad luego de la crisis global. Esta disputa, explica Stiglitz, no debe entenderse sólo como una lucha por un reparto más equitativo del gobierno de la globalización sino también como una verdadera «batalla por las ideas» –citado por (Xercavins 2009, 13)–. En esta dirección, debe observarse que el debate *contractualistas vs estatutaristas* traduce en buena medida al ámbito específico de las reestructuraciones el debate que se dio entre ortodoxos y heterodoxos en torno a si la aludida crisis se debió a fallas en la «supervización financiera» o a fallas, lisa y llanamente, «del mercado

financiero»: los agentes que se ubican en la primera posición proponen soluciones que implican mejorar las reglas financieras pero no incrementarlas, como lo pretenden los de la segunda posición (Steimberg 2011, 107). El informe del FMI de 2013 analizó las dificultades en la correcta organización de las reestructuraciones poniendo entre paréntesis al neoliberalismo, en general, y a la orientación de las condicionalidades, en particular, cuya revisión no se incluyó dentro de las áreas de su marco de referencia a reformar. Partiendo de esta consideración, el informe de 2014, por un lado, propuso una solución contractual a las dificultades observadas que no interfiere con la lógica auto-regulativa del mercado y, por otro lado, presupone que la correcta sustanciación de estos eventos implica la participación del FMI a partir de un programa de financiamiento (IMF 2014). Distintos estudios empíricos muestran que las condicionalidades de estos programas poco han variado en relación al recetario neoliberal de los años precedentes: la reconfiguración geopolítica –concluye Aguiar en este sentido– “no ha representado una mudanza en el paradigma dominante, y sí una profundización de los marcos regulatorios que permiten y promueven este paradigma” (Aguiar 2012, 56).

La propuesta A. en la ONU, por su parte, pretende limitar el peso de las condicionalidades en estos procesos: en efecto, advierte que el mecanismo estatutario propuesto se iniciará a sólo requerimiento de un Estado parte «sin otra condición» más que su voluntad (UN proposal by Argentina 2015, 6). Aclara, asimismo, que la Comisión Observadora no estará habilitada a revisar su decisión soberana de reestructurar ni el acuerdo de reestructuración aprobado por la mayoría de sus acreedores en función de los principios de soberanía y autonomía de los Estados (UN proposal by Argentina 2015, 6)”. En términos más generales, esta propuesta, por su propia naturaleza, opera por encima de la voluntad de los agentes privados y, por lo tanto, la regula a fin de salvaguardar un conjunto de intereses generales que –entiende– el mercado, como principio auto-regulado de orden social, vulnera o, al menos, no protege eficientemente (Stiglitz 2009; UNCTAD 2015).

El Consejo de Derechos Humanos (CDH) de la ONU reforzó esta lógica de razonamiento en reportes que complementaron la labor del Comité Especial. Los acreedores y en particular las IFIs –señala el CDH– deben durante las reestructuraciones “respetar el proceso independiente del Estado deudor en materia de desarrollo nacional (A/HRC/20/23 2011, punto 75)” y “no deben aprovechar la crisis (...) para imponer reformas estructurales (A/HRC/20/23 2011, punto 80)”. Asimismo, este Consejo advirtió de los efectos adversos

que los ajustes estructurales, base de los programas del FMI, pueden tener sobre el pleno ejercicio de los Derechos Humanos (A/HRC/27/L.26 2014).

2- *Entidades de resolución de conflictos*: la propuesta del FMI se centra “en los bonos internacionales gobernados por las leyes de Nueva York e Inglaterra (IMF 2014, 6)”, es decir, se centra en aquellos bonos que expresamente prescriben en sus títulos de emisión que en caso de producirse un incumplimiento contractual serán los tribunales de dichos Estados, en función de sus leyes, los que intervendrán para resolver el conflicto.

La propuesta A. en la ONU, por su parte, no focaliza su contenido en la jurisdicción de un Estado en particular sino que se redacta con la pretensión de ser adoptada por la mayoría –si fuese posible por la totalidad– de los 193 Estados que componen su Asamblea General. El FMI justificó su proceder advirtiendo que “tradicionalmente se ha enfocado en las jurisdicciones bajo leyes de aquellos bonos soberanos internacionales más comúnmente emitidos. Para los propósitos de este informe, –clarifica el organismo– el *staff* se centró (...) en los bonos gobernados por las leyes de Nueva York e Inglaterra, que se estima representan aproximadamente el 48% y 40% del monto total del *stock* de bonos soberanos internacionales en circulación, respectivamente (IMF 2014, 7)”.

Dada la coyuntura en la que aparece, la propuesta del FMI presta más atención a los bonos denominados bajo ley de Nueva York que a los de ley inglesa. En el futuro inmediato, expresa, será necesario minimizar la preocupación creada por las decisiones de la Corte de Nueva York en el caso argentino (IMF 2014, 35). A fin de hacerlo, considera oportuno que en el futuro se interprete la cláusula *pari passu* en sentido restrictivo y se fortalezca el principio de inmunidad soberana en la legislación estadounidense (IMF 2014, 35).

Esta legislación, conocida como FSIA por sus siglas en inglés, dio marco legal a este principio en 1976. Hasta la década del '50 regía en EEUU una concepción absoluta de la inmunidad soberana, de tal forma que las demandas de acreedores contra Estados eran rechazadas sin más por su carácter soberano. A partir de entonces, la jurisprudencia comenzó a admitir excepciones en casos concretos que fueron receptadas posteriormente por la FSIA. Durante las décadas siguientes estas excepciones fueron interpretadas de forma cada vez más amplia y a finales de los '90, la regla en la jurisprudencia norteamericana era que las demandas de acreedores contra Estados fuesen aceptadas por los magistrados. Con ello, esta clase de demandas, prácticamente inexistentes en los años '70, se multiplicaron, adquiriendo a principios del siglo XXI una significación especial en las reestructuraciones (Schumacher, Rebesch, and Enderlein 2013).

Esto es así, en tanto estas demandas influyen sobre el denominado «problema de acción colectiva»: los acreedores serán más o menos reticentes a aceptar refinanciar o reducir sus acreencias según perciban que es más o menos probable cobrar el total de las mismas por vía judicial. Bajo estas consideraciones, la propuesta A. en la ONU establece que deben «suspenderse» durante las reestructuraciones las acciones litigiosas iniciadas (UN proposal by Argentina 2015, point 6). Se trata de una prescripción presente en todas las leyes de quiebra locales: en el núcleo de los procesos concursales se ubica la pretensión del legislador de resolver de manera colectiva –y no individual– una situación de emergencia económica tal que vulnera o tiene la potencialidad de vulnerar los contratos firmados por el deudor no con un acreedor en particular sino con la totalidad de ellos. La propuesta del FMI, por el contrario, deja activa la vía judicial y procura resolver los problemas de acción colectiva a partir de los referidos modelos de CACs que hacen extensivos los acuerdos de reestructuración aprobados por la mayoría de los acreedores a los acreedores disidentes tenga éstos o no demandas judiciales activas (algo previsto también en la propuesta A. de la ONU).

El problema de acción colectiva se ha exacerbado en los últimos años por la evolución de las estrategias litigiosas tendientes a ejecutar sentencias judiciales. La erosión jurisprudencial descrita del principio de inmunidad soberana «de jurisdicción», por la cual los jueces norteamericanos fueron admitiendo de forma creciente las acciones patrimoniales contra Estados deudores, no tuvo igual intensidad con el principio de inmunidad soberana «de ejecución». Así, a comienzos del siglo XXI, los acreedores que obtenían sentencias favorables carecían en muchos casos de los medios necesarios para efectivizarlas en vía judicial (Gelpner 2014, 142). El juez Griesa, en el caso argentino, modificó dicha situación otorgando al fondo NML un remedio judicial *sui generis* que *a priori* se presenta como la herramienta más potente otorgada a un acreedor para ejecutar una sentencia contra un Estado deudor (Weidemaier and Gelpner 2013). Este acontecimiento, que bloqueó los pagos a los acreedores que habían ingresado a los canjes argentinos 2005 y 2010 para asegurar el cobro de una sentencia, sacudió el universo de las reestructuraciones. Esto es así, porque este remedio torna inviable estos procesos al invertir su lógica que se construye de principio a fin alrededor de la expectativa de que aquellos que acepten en primer término la oferta de reestructuración presentada por un Estado deudor dado tendrán mayores beneficios que aquellos que lo hagan posteriormente o, simplemente, no lo hagan. Bajo estas consideraciones, ambas propuestas analizadas

establecieron prescripciones dirigidas a evitar que esta clase de medidas se reproduzcan en el tiempo: la iniciativa del FMI recomendó al legislador norteamericano modificar la FSIA en el sentido en que prohíba una *injunction* semejante a la ordenada por el juez Griesa (IMF 2014, 35) y la A. en la ONU, con un alcance más amplio, sostuvo que el principio de inmunidad soberana debe ser respetado y observado de buena fe por todos los Estados y sus excepciones deben ser interpretadas de manera restrictiva (UN proposal by Argentina 2015, 3).

Es relevante advertir que quienes lideraron la actualización de las estrategias judiciales en el campo del mercado de deuda soberana no fueron acreedores litigantes ordinarios sino «fondos buitres». La propuesta del FMI no reconoció expresamente a estos fondos que se incluyeron, sin nombrarlos, dentro de las categorías genéricas de *holdouts* o acreedores disidentes, mientras que el proceso del Comité Especial de la ONU se complementó con una resolución de su CDH que condenó la actuación de estos fondos por vulnerar con sus prácticas los Derechos Humanos y activó una investigación dirigida a explicar su *modus operandi* y, desde allí, efectuar recomendaciones para imposibilitar su actuación en el futuro (A/HRC/27/L.26 2014).

Finalmente debe señalarse que la propuesta A. en la ONU limita el grado de influencia que las jurisdicciones locales poseen o pueden llegar a poseer en las reestructuraciones en mayor medida que aquella del FMI en tanto, además de las prescripciones ya señaladas, faculta a la Comisión Observadora a intervenir en las disputas que se presenten en estos eventos en su etapa de registración y verificación de créditos y a la Corte Internacional de Justicia para hacerlo en casos en que existiese una disputa entre los Estados en torno a la interpretación o aplicación de las reglas prescriptas en el propio mecanismo legal (UN proposal by Argentina 2015, 6).

3- *Reparto de cargas y derechos entre Estado deudor y acreedores*: la iniciativa del FMI, al igual que cualquier otra regulación de naturaleza contractual, equipara en términos generales al Estado con los agentes privados. Firmado el contrato, las relaciones entre las partes intervinientes se rigen a partir de sus cláusulas. En caso de incumplimiento, los Estados pueden ser demandados en la jurisdicción convenida como si fuese un privado más; esto es, de conformidad al procedimiento civil o comercial de dicha jurisdicción, con las consideraciones señaladas en torno al principio de inmunidad soberana (IMF 2014, punto 62).

La iniciativa A. en la ONU, por su lado, reconoce expresamente el estatus soberano de los Estados y advierte que el mecanismo legal debe aplicarse e interpretarse considerando de forma plena este estatus. Partiendo de este reconocimiento define a las reestructuraciones de deuda soberana como un “derecho de los Estados y una decisión soberana [es decir, un acto *iure imperii*] según la ley internacional (UN proposal by Argentina 2015, 2)”. De esta definición se derivan una serie de consecuencias prácticas. Se resalta en este punto, aquella relativa a la manera en la cual se activa el procedimiento: éste, observa, “debe ser iniciado a sólo requerimiento del Estado reestructurante (UN proposal by Argentina 2015, 4)” y no como lo sugiere el marco de referencia del FMI, a instancias de un análisis técnico por parte del organismo (IMF 2013). Los principios aprobados tras la labor del Comité en la ONU completan esta premisa, al aclarar que el procedimiento debe ponerse en marcha sólo “como último recurso” (A/RES/69/319 2015, 1).

Por otra parte, ambas propuestas coinciden en que el Estado deudor no puede imponer modificaciones a las condiciones originarias de los títulos de deuda sin el consentimiento de sus acreedores. La aceptación de su oferta de reestructuración es voluntaria. Asimismo, ambas coinciden en que sería altamente improbable que dicha oferta fuese en la práctica aceptada por el 100% de sus bonistas. De allí que, propongan procedimientos de agregación de los votos de los acreedores de tal manera que cuando el grado de adhesión a la oferta supere un determinado porcentaje (por ejemplo, del 75%), ésta será válida para la totalidad de los mismos.

La iniciativa del FMI es más técnica y detallada que la de la ONU en este aspecto. Se detiene en el análisis minucioso de las diferentes formas de agregación y concede al Estado deudor un menú de procedimientos de votación entre los que puede elegir (IMF 2014, puntos 49 y 50). La propuesta A. en la ONU, a diferencia de la del FMI, no sólo obliga a los acreedores a respetar la decisión de la mayoría legítimamente alcanzada sino también que extiende esta obligación al resto de los Estados. Los otros Estados, dice, no deben “adoptar medidas a requerimiento de un acreedor o de una minoría de acreedores (...), en tal dirección que pueda afectar el acuerdo de reestructuración alcanzando entre el Estado deudor y la mayoría de sus acreedores (UN proposal by Argentina 2015, 3)”.

Como el deudor soberano no puede obligar a sus acreedores a aceptar un cambio en las condiciones de su deuda debe negociar con ellos una salida armoniosa a la situación de zozobra económica que atraviesa, en principio, en beneficio de la mayoría. De allí que,

ambas propuestas promueven que el Estado deudor posea en estos procesos una actitud colaborativa: “cuando un Estado –explica el FMI– decide proceder con un proceso de reestructuración de deuda, el Fondo lo alienta a que lo haga de una manera colaborativa con sus acreedores (IMF 2014, 10)”. Una de las consecuencias de este postulado es que el Estado deudor debe, en palabras de la iniciativa A. en la ONU, “asegurar que los intereses de los acreedores estén genuina y efectivamente representados durante el curso del mecanismo (UN proposal by Argentina 2015, 4)”. Tratándose de miles de acreedores, esta representación se concreta en la práctica a través de la creación de organizaciones que los nucleen.

Sin embargo, el principio de colaboración en la propuesta A. de la ONU no se limita exclusivamente al Estado deudor. Esta, a diferencia de la iniciativa del FMI, extiende este principio a los acreedores y al resto de los Estados. Con respecto a los primeros señala que “deben actuar con un espíritu de colaboración durante el proceso de reestructuración (UN proposal by Argentina 2015, 3)” y en relación a los segundos, prescribe que tienen la obligación de velar por el correcto cumplimiento de las normas del mecanismo propuesto y abstenerse de realizar acciones que puedan interferir en su normal desenvolvimiento (UN proposal by Argentina 2015, 3).

La propuesta del FMI contempla el principio de transparencia; expresa en este sentido que “con el objeto de asegurar una alta participación [de bonistas], es importante que el deudor soberano provea a los acreedores de adecuada información antes de realizar la oferta de reestructuración (IMF 2014, 31)” y, agrega, “la documentación relevante de los bonos debe ser totalmente transparente (IMF 2014, 31)”. A continuación, el FMI detalla de manera precisa la información que el Estado deudor debe desclasificar. Asimismo, su propuesta promueve la inclusión en los contratos de emisión de deuda de un “pacto de información” (“*covenant information*”). A través de este pacto, el Estado deudor se compromete a proveer a los acreedores de una serie de datos sobre su situación económica-financiera y sus programas de gobierno (IMF 2014, 25 y 31). En la iniciativa A. en la ONU el deudor debe otorgar dicha información no sólo a los acreedores sino también al resto de los Estados que participan en la Comisión Observadora (UN proposal by Argentina 2015).

En esta última iniciativa el principio de transparencia se extiende expresamente a los acreedores. En efecto, al inicio del proceso éstos deben declarar e inscribir –en el denominado “registro de demandas”– si ellos, sus subsidiarias o compañías asociadas

poseen algún tipo de instrumento que pueda dar lugar a procedimientos paralelos al de la reestructuración en caso de producirse un evento de no pago o semejante por parte del Estado deudor (UN proposal by Argentina 2015, 5). Esta prescripción, que no se encuentra contemplada en la propuesta del FMI, es relevante en la medida en que un acreedor que posee seguros contra *default* o demandas contra el Estado por la totalidad de sus acreencias tiene buenas razones para no desear participar constructivamente en la reestructuración.

La preocupación del FMI en relación al principio de buena fe se hace manifiesta en su pretensión de velar por una correcta sustanciación del procedimiento de votación y se focaliza en el obrar del Estado deudor. Durante las discusiones –señala el informe–, los acreedores expresaron su preocupación sobre la posibilidad de que los deudores soberanos manipulen los procedimientos de votación a partir del ejercicio de su influencia sobre determinadas entidades. De ahí que, el organismo proponga robustas provisiones de desafectación que excluyan precisamente de la votación a todos los bonos de propiedad o controlados de forma directa o indirecta por el Estado deudor (IMF 2014, 26).

La propuesta de la A. en la ONU, nuevamente, extiende este principio a ambas partes. Los Estados y acreedores –expresa– deben obrar de buena fe a lo largo de todo el proceso de reestructuración. Para evitar conflicto de intereses, ningún crédito controlado por el Estado deudor o sus entidades tendrá derecho a voto. De igual manera, tampoco lo tendrán aquellos acreedores que no cumplan adecuadamente con sus obligaciones de inscripción en el registro de demandas: “la prohibición en contra de fraude –concluye– es especialmente significativa y debe ser particularmente contemplada en aquellos casos en los que un acreedor simultáneamente posea títulos de deuda soberana e instrumentos que puedan llegar a generar procedimientos en caso de eventos de no pago del Estado deudor (UN proposal by Argentina 2015, 3)”.

#### IV- Reflexiones finales

Recientemente, los *contractualistas vs estatutaristas* disputaron un nuevo *round* en el universo del mercado de deuda soberana. El proceso abierto en la ONU en 2014 aparece en este sentido como un terreno particularmente fértil para analizar por qué los agentes centrales resisten la redacción de un mecanismo legal en este campo –“uno de los vacíos

más importantes en la AFI (Helleiner 2008, 91)”—. Mientras que el común de la literatura procura justificar este curso de acción dando cuenta de los límites y potencialidades de cada uno de los enfoques al tiempo de ordenar correctamente las reestructuraciones, este trabajo pretende hacerlo a través de una aproximación que pone el acento en la dimensión de los intereses y el poder. Este cambio de perspectiva se realiza traduciendo las categorías propias del debate *contractualistas vs estatutaristas* a aquellas otras propias de la disputa por la gobernanza financiera global.

La emergencia y evolución histórica de esta noción y del régimen de reestructuraciones están íntimamente asociados y estos extremos, a su vez, a la construcción de un orden neoliberal. La genealogía de la gobernanza financiera global delineada en función de los desarrollos de De Angelis (2003) permite advertir que los elementos del marco de referencia del FMI para reestructuraciones que se actualizan a partir del año 2013 hunden sus raíces en las modificaciones introducidas a principio del '00 al régimen creado con motivo de la crisis de la deuda externa de los años '80. En realidad, —se mostró— este marco del FMI no regula estos eventos, o si se quiere, estos permanecen «des-regulados»: influye o pretende influir sobre todos los aspectos de su organización a partir de la definición de sus propias prácticas y teniendo en consideración su lugar central en dicha gobernanza. Quien regula las REDS en este marco es, de hecho, «el mercado»: en efecto, el FMI deja en manos del Estado deudor y sus acreedores la potestad de fijar voluntariamente las reglas con las que procederán en las reestructuraciones a través de sus contratos de emisión de deuda. Esto es clave para comprender la dinámica que adquiere la disputa por la gobernanza, en el sentido o *layer I*, en el escenario post-crisis 2007. En este escenario, los promotores de la globalización neoliberal defienden su posición no necesariamente avanzando con la desregulación sino manteniéndola en aquellos ámbitos en los que, como el que se analiza, los agentes emergentes pretenden intervenir sobre la lógica auto-regulativa del mercado.

La matriz política de la que emergió el informe del FMI de 2014 también tuvo su génesis en los años '80, lo que constituye de igual modo un elemento a considerar al tiempo de interpretar la supervivencia de la institucionalidad neoliberal en un momento en el que los agentes que la promueven ya no poseen el mismo peso en la economía mundial. El proceso de construcción de este informe es exhibido por sus voceros en los términos legitimantes del discurso de la gobernanza, en el sentido o *layer II*, que devino en hegemónico a finales de los '90: esto es, como el resultado de un proceso de intensa cooperación entre agentes

con intereses encontrados que, a través de concesiones mutuas, logran alcanzar una solución pragmática a una problemática dada.<sup>11</sup> En este esquema el sector oficial de los países centrales opera como socio de los agentes privados –articulados por el Tesoro Norteamericano y la ICMA, respectivamente– y el FMI como el vehículo por excelencia que posibilita transformar a los ojos de la audiencia global los criterios regulatorios de estas elites financieras en criterios regulatorios de fuente de producción anónima y deslocalizada y, como tales, neutros y con vocación de universalizarse.

Este artículo precisamente pone en tela de juicio la neutralidad pregonada. A tal fin, analiza el referido informe del FMI de forma comparativa con la iniciativa A. discutida en la ONU, con el objeto de observar si existe alguna relación entre su contenido y los intereses materiales de los agentes que lo promovieron. En concreto, el análisis realizado permite mostrar que:

En primer lugar, la iniciativa del FMI no modifica el papel que la comunidad internacional actualmente desempeña en las reestructuraciones. El marco de referencia en el que se asienta prevé su propia participación en las distintas etapas del proceso. La iniciativa A. en la ONU no inhibe esta participación del FMI pero ubica a una Comisión Observadora a cargo de la supervisión de todo su desarrollo y limita su capacidad de prescribir condicionalidades de política económica a los Estados deudores durante las reestructuraciones. Visto así la propuesta del FMI conserva, en mayor medida que la A. debatida en la ONU, no sólo la posición dominante de la propia institución en la gobernanza financiera global sino a través de ella la de los otros dos agentes que sustentaron su construcción: de una parte, la del Tesoro Norteamericano –y la del resto de los países G7– en cuanto éstos en 2014 poseían una representación mayoritaria en su gobierno y, de otra parte, la de ICMA en tanto las políticas de ajuste y liberalización/desregulación financiera que informan las condicionalidades del FMI *a priori* benefician a grandes corporaciones que operan en los mercados de deuda soberana como las que la ICMA representa.

En segundo lugar, la propuesta del FMI no modifica el papel de las jurisdicciones financieras claves en caso de un evento de no pago soberano o semejante y fortalece aquél de las jurisdicciones de Inglaterra y Nueva York. No prevé, como lo hace la iniciativa A. en la ONU, la participación en las reestructuraciones de otros órganos de resolución de

---

<sup>11</sup> Ver los trabajos de (Gelpner 2014; Makoff and Kahn 2015) que ICMA propone para informar sobre sus nuevos modelos de cláusulas contractuales y las palabras del Director del Departamento Legal del FMI al momento de difundir el informe de 2014 (Hagan 2014).

conflictos, la suspensión de las acciones litigiosas durante estos procesos ni el fortalecimiento de la inmunidad soberana a través de prescripciones genéricas. Existe en este sentido y en términos de Ruggie, un «proceso de internacionalización» de la autoridad judicial y de la ley local de estas jurisdicciones (Ruggie 1982). Teniendo en cuenta el lugar preeminente que la jurisdicción de Nueva York ocupa en el mercado financiero internacional, Piketti define este fenómeno en términos de un “hegemonismo jurídico norteamericano”.<sup>12</sup> Es relevante en este sentido señalar que estas jurisdicciones se consideran “jurisdicciones amigables a los acreedores” (*creditor friendly jurisdictions*) por la primacía que otorgan en sus fallos a las reglas prescriptas en los contratos por sobre otras dimensiones jurídicas (FMLC 2015).

En tercer lugar, la iniciativa del FMI refuerza la posición de los acreedores en las reestructuraciones en mayor grado que la de A. en la ONU en tanto: a) define principios en los que el Estado deudor aparece como el agente activo de su materialización y los acreedores como sus agentes receptores o beneficiarios. En concreto, el Estado deudor debe en estos procesos obrar para con los acreedores de forma colaborativa, transparente y de buena fe. Sin embargo, no establece prescripciones en sentido contrario –es decir, obligaciones específicas de los acreedores para con el Estado deudor– tal como lo hace la iniciativa A. en la ONU; b) equipara en términos generales al Estado deudor con los agentes privados. A diferencia de la propuesta A. en la ONU, no reconoce expresamente la naturaleza soberana de los Estados ni los principios de autonomía y soberanía estatal; tampoco fortalece el principio de inmunidad soberana más que en relación a su sugerencia de modificar la legislación de un país determinado (EEUU); c) fomenta la organización de los acreedores no previendo en las reestructuraciones, como si lo hace la iniciativa A., ningún tipo de acción mancomunada de los Estados entre sí; o dicho de otro modo, la relación del Estado reestructurante con otros Estados aparece en el marco de referencia de esta propuesta siempre mediada por el propio FMI.

En un mayor grado de abstracción, esta propuesta fortalece la posición de los acreedores –en mayor medida que la A. discutida en la ONU– en tanto su marco de referencia invisibiliza cualquier otra dimensión ajena al propio campo financiero o, si se quiere, traduce a dimensiones internas de este campo la problemática y posibles soluciones a una situación de in-sustentabilidad de una deuda soberana. Más concretamente, al fijar

---

<sup>12</sup> Thomas Piketty, “Lo que sufre Argentina por el hegemonismo jurídico norteamericano (...)”, 30 de Noviembre 2014, <http://www.pagina12.com.ar/diario/elpais/1-260940-2014-11-30.html> (visitada, 20 de julio de 2016).

como un fin en sí mismo o como un punto de llegada la reinserción del Estado deudor al mercado voluntario de créditos, el FMI y su propuesta procuran en la medida de lo posible minimizar las pérdidas de los acreedores en un momento en el cual existen otros sectores sociales con derechos igualmente vulnerados (algunos de ellos considerados por el orden internacional como esenciales a la condición humana; vgr. Derechos Humanos) y, si fuese necesario, tomar vía ajustes estructurales parte de los recursos de estos otros sectores para transferirlos al pago de aquellos. Las divisas aportadas en forma de rescate por otros agentes, incluidas las del propio FMI, se dirigen también en este esquema a refinanciar o cancelar la deuda soberana y, en consecuencia, se mantienen dentro del circuito financiero.

Se traza así un círculo lógico que permite afirmar que –con el alcance referido– los principios y contenido de la propuesta del FMI favorecen, en mayor amplitud que los de la A. en la ONU, los intereses materiales de los organismos multilaterales de crédito, las grandes corporaciones financieras y los gobiernos del G7 que la promovieron. Esta afirmación desafía los discursos oficiales de sus representantes que justificaron su posición de clausura a debatir un mecanismo estatutario en la ONU únicamente en términos técnicos (Hagan 2014). Sin embargo, este artículo no procura sustituir la imagen de un debate sobre reestructuraciones construida en torno a una idea de falsa neutralidad por la imagen de un debate plenamente ideológico, como podría sugerirlo cierta sociología mecanicista. La manera en la cual los participantes en el campo del mercado de deuda soberana disputan la organización de estos eventos sigue reglas propias nunca reducibles en su totalidad a los condicionamientos materiales de su existencia. El desafío en este sentido se ubica en construir una imagen superadora de este debate en el que ambos extremos señalados se amalgamen de un modo coherente en un mismo modelo interpretativo de la realidad social.

## V- Bibliografía

A/HRC/20/23. 2011. *ONU, Consejo de Derechos Humanos*. Informe del Experto independiente sobre las consecuencias de la deuda externa y las obligaciones financieras internacionales conexas de los Estados para el pleno goce de todos los derechos humanos, sobre todo los derechos económicos, sociales y culturales.

A/HRC/27/L.26. 2014. *UN Human Rights Council*. Effects of foreign debt and other related international financial obligations of States on the full enjoyment of all human rights, particularly economic, social and cultural rights: the activities of vulture funds.

A/RES/68/304. 2014. *UN, General Assembly*. Towards the establishment of a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes.

A/RES/69/319. 2015. *UN, General Assembly*. Basic Principles on Sovereign Debt Restructuring Processes.

Aguiar, Diana. 2012. "La Arquitectura financiera internacional y la reconfiguración de las IFIs pos-2008, en *Una alternativa desde el sur: la nueva arquitectura financiera de la integración regional*, Ed. Instituto Equit Gênero, 978-85-60794-14-0 pp. 45-76, Río de Janeiro.

Angelis, Massimo De. 2003. "Neoliberal Governance , Reproduction and Accumulation." *The Commoner* 7 (spring-summer): 1–28. <http://www.commoner.org.uk/07deangelis.pdf>.

Bolton, Patrick. 2003. "Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World." *IMF Working Paper* 50 (Special issue): 1–35. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0313.pdf>.

Boughton, James. 2001. *Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979–1989*. Washington: IMF.

Boughton, James, Skylar Brooks, and Domenico Lombardi. 2014. "IMF Lending Practices and Sovereign Debt Restructuring." *CIGI Papers* 41 (june): 1–15. [https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi\\_pb\\_41.pdf](https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_pb_41.pdf).

Brooks, Skylar, Martin Guzman, Domenico Lombardi, and Joseph E Stiglitz. 2015. "Identifying and Resolving Inter-Creditor and Debtor-Creditor Equity Issues in Sovereign Debt Restructuring." *CIGI Papers* 53 (Janury): 1–16. [https://www.cigionline.org/sites/default/files/pb\\_no53.pdf](https://www.cigionline.org/sites/default/files/pb_no53.pdf).

FMLC. 2015. "Single-Limb Aggregated Collective Action Clauses under English Law." Janury. London. [http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/26584807/paper\\_on\\_single-limb\\_aggregated\\_collective\\_action\\_clauses.pdf](http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/26584807/paper_on_single-limb_aggregated_collective_action_clauses.pdf).

G10. 1996. "The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: A Report to the Ministers and Governors Prepared under the Auspices of the Deputies." Brussels. <http://www.bis.org/publ/gten03.pdf>.

Gelpern, Anna. 2016. "Sovereign Debt: Now What?" *The Yale Journal of International Law* 41 (2): 44–95. <http://scholarship.law.georgetown.edu/facpub/1832>.

Gelpner, Anne. 2014. "A Sensible Step to Mitigate Sovereign Bond Dysfunction." New York: PIIE; ICMA. <https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/sensible-step-mitigate-sovereign-bond-dysfunction>.

Grabel, Ilene. 2012. "Crisis Financiera Global Y La Emergencia de Nuevas Arquitecturas Financieras Para El Desarrollo." *Análisis* 13 (setiembre-diciembre): 1–51. [http://www.olafinanciera.unam.mx/new\\_web/13/pdfs/GrabelOlaFinanciera13.pdf](http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/13/pdfs/GrabelOlaFinanciera13.pdf).

Hagan, Sean. 2014. "Conference Call on Addressing Collective Action Problems in Sovereign

Debt Restructuring.” In *IMF, Conference CACs*, edited by IMF, 1–7. Washington: IMF. <http://www.imf.org/external/np/tr/2014/tr100614.htm>.

Halverson Cross, Karen. 2015. “The Extraterritorial Reach of Sovereign Debt Enforcement Enforcement.” *Berkeley Business Law Journal* 12 (1): 111–43. <http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1110&context=bblj>.

Helleiner, Eric. 2008. “The Mystery of the Missing Sovereign Debt Restructuring Mechanism.” *Contributions to Political Economy* 27 (1): 91–113. <https://cpe.oxfordjournals.org/content/27/1/91.short>.

IMF. 2012. “2011 Review of Conditionality.” Washington: IMF. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/061912a.pdf>.

———. 2013. “Sovereign Debt Restructuring: Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework.” Washington. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>.

———. 2014. “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring.” Washington. <http://www.embassyofargentina.us/fil/ckFiles/files/imf-report-october-2014.pdf>.

Ives, Andrew. 2015. “Neoliberalism and the Concept of Governance: Renewing with an Older Liberal Tradition to Legitimate the Power of Capital.” *Mémoire(s), Identité(s), Marginalité(s) Dans Le Monde Occidental Contemporain* 14: 1–18. doi:10.4000/mimmoc.2263.

Kern, Alexander. 2015. “Global Financial Governance: Issues, Reforms, and Experiences (Preliminary Draft).” In *Rethinking Stakeholder Participation in Global Governance*, 1–35. Geneva. [https://www.rwi.uzh.ch/dam/jcr:00000000-32d2-12cb-0000-000028b754c6/Alexander\\_Global\\_Financial\\_Governance\\_EarlyDraft.pdf](https://www.rwi.uzh.ch/dam/jcr:00000000-32d2-12cb-0000-000028b754c6/Alexander_Global_Financial_Governance_EarlyDraft.pdf).

Krueger, Anne O., and Sean Hagan. 2005. “Sovereign Workouts: An IMF Perspective.” *Chicago Journal of International Law* 6 (1): 203–18. <http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1278&context=cjil>.

Larralde Hernandez, Juan. 2014. “Reformas de Gobierno Del FMI En 2008 – 2013.” In *FLACSO-ISA Conferencia Conjunta Internacional*, edited by ISANET-FLACSO, 1–17. Buenos Aires: ISANET-FLACSO. disponible en [web.isanet.org/Web/.../3733e679-3e27-4ff0-b95c-6fe37c128615.pdf](http://web.isanet.org/Web/.../3733e679-3e27-4ff0-b95c-6fe37c128615.pdf).

Lee, Pei-shan. 2012. “Neoliberal Diffusion and Regulatory Capture of Financial Rules: Lessons from the 2007-8 Global Financial Crisis.” *Public Administration & Policy* 55 (December): 109–36.

Makoff, Gregory, and Robert Kahn. 2015. “Sovereign Bond Contract Reform Implementing the New ICMA.” *CIGI Papers* 56 (february): 1–21.

Manzo, Alejandro Gabriel. 2011. “Estado Y Derecho En La Era de La Globalización

Neoliberal: Evolución Del Recetario Neoliberal En Argentina." *Direito E Práxis* 3 (2): 2–41.

Mattli, Walter, and Ngaire Woods. 2009. "In Whose Benefit? Explaining Regulatory Change in Global Politics." In *The Politics of Global Regulation*, edited by Walter Mattli and Ngaire Woods, Spring, 1–43. Princeton University Press. doi:10.1111/j.1468-0491.2010.01493\_3.x.

Montes, Manuel, and Guillermo Wierzbka. 2015. "Keys For the Adoption of an Effective Regime on SDR." *T20 PAPER*. [http://www.cefid-ar.org.ar/documentos/DT\\_Otawa.pdf](http://www.cefid-ar.org.ar/documentos/DT_Otawa.pdf).

Mooney, Charles W . 2015. "A Framework for a Formal Sovereign Debt Restructuring Mechanism: The KISS Principle (Keep It Simple, Stupid) and Other Guiding Principles." *Faculty Scholarship, Penn Law*, no. 1547: 102–47. [http://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/1547](http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1547).

PIIE. 2014. "The International Monetary Fund: What Is It Good For?" In *April 8, Event Transcript, PIIE*, edited by PIIE, 1–54. Washington: PIIE. <https://piie.com/sites/default/files/publications/papers/transcript-20140408.pdf>.

Ruggie, John Gerard. 1982. "International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order." *International Organization* 36 (2): 379–415. doi:10.1017/S0020818300018993.

Schumacher, Julian, Christoph Rebesch, and Henrik Enderlein. 2013. "Sovereign Defaults in Court: The Rise of Creditor Litigation 1976-2010," 1–42. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2189997](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997).

Sousa Santos, Boaventura. 2005. "Beyond Neoliberal Governance: The World Social Forum as Subaltern Cosmopolitan Politics and Legality." In *Law and Globalization from below: Towards a Cosmopolitan Legality*, 1–38. doi:10.1007/s13398-014-0173-7.2.

Sousa Santos, Boaventura, and Cesar Rodriguez Garavito. 2007. *El Derecho Y La Globalización Desde Abajo: Hacia Una Legalidad Cosmopolita*. Edited by Anthropodos. *El Derecho Y La Globalización Desde Abajo, Hacia Una Legalidad Cosmopolita*. Primera. México: UNAM.

Steimberg, Federico. 2011. "La Agenda de La Gobernanza Global Y El Papel Del G20." In *Crisis Económica Y Nueva Gobernanza Internacional*, edited by Real Instituto Elcano, RIBEL, 103–18. Madrid: Real Instituto Elcano.

Stiglitz, Joseph. 2009. "Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System." *United Nations Reports*. New York. [http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport\\_CoE.pdf](http://www.un.org/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf).

———. 2014. "La Victoria de Los Buitres." *Project Syndicated*. <http://www.project-syndicate.org/commentary/argentina-s-debt-and-american-courts-by-joseph-e--stiglitz/spanish#JeFMuFypfMdpFAC1.99>.

Ugarchete, Oscar. 2007. "Genealogía de La Arquitectura Financiera Internacional: 1850-

2000.” Tesis de doctorado, Universidad de Berger.  
[http://bora.uib.no/bitstream/handle/1956/2319/PhD\\_Thesis\\_Oscar\\_Ugarteche.pdf;jsessionid=E49958768331FBFC16F506254B593FBC.bora-uib\\_worker?sequence=1](http://bora.uib.no/bitstream/handle/1956/2319/PhD_Thesis_Oscar_Ugarteche.pdf;jsessionid=E49958768331FBFC16F506254B593FBC.bora-uib_worker?sequence=1).

Ugarchete, Oscar, and Alberto Acosta. 2003. “A Favor de Un Tribunal Internacional de Arbitraje de Deuda Soberana.” Montevideo: Documentos de Discusión Global.  
<http://globalizacion.org/wp-content/uploads/2016/01/DocDisc1TiadsUgartecheAcosta2003.pdf>.

UN proposal by Argentina, Ad Hoc Committee. 2015. “Towards a Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes.” New York: UNCTAD.  
[http://unctad.org/meetings/es/Presentation/gds\\_sd\\_2015-02-03-05\\_Argentina\\_en.pdf](http://unctad.org/meetings/es/Presentation/gds_sd_2015-02-03-05_Argentina_en.pdf).

UNCTAD. 2015. “Sovereign Debt Workouts: Going Forward Roadmap and Guide.” April. Sustainable Sovereign Debt Workouts. New York.  
[http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1_en.pdf).

Weidemaier, Mark C, and Anna Gelpern. 2013. “Injunctions in Sovereign Debt Litigation.” *Georgetown University Law Center*.  
<http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2328&context=facpub>.

**Sobre o autor:**

**Alejandro Manzo**

Investigador Asistente del Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) en el Centro de Investigaciones Jurídicas y Sociales (CIJS) de la Universidad Nacional de Córdoba (UNC), Argentina.

**O autor é o único responsável pela redação do artigo.**