

## La economía política de las crisis de deuda soberanas: el estado actual del debate en torno a los mecanismos de reestructuración

*José Fernández Alonso\**

Las crisis de deuda soberana resultan tan remotas como el endeudamiento público mismo.<sup>1</sup> En recurso de los estudios seminales de Max Winkler, puede rememorarse que la primera crisis de endeudamiento soberano de la que se tiene registro histórico remite a la Antigua Grecia, en el siglo IV a.C., cuando 10 de las 13 ciudades –Estados que conformaban la Liga Marítima Ática– Délica incurrieron en una cesación de pagos de unos créditos oportunamente provistos por el templo de Delos.<sup>2</sup> No obstante, tal historial de larga data, todos los episodios de crisis de deuda soberana –los terminados en *default*, principalmente– se reconocieron atravesados por un mismo desafío: la determinación y alcance de la propiedad privada en la arena internacional, signada por la anarquía en tanto ausencia de autoridad supranacional.<sup>3</sup>

Sin perjuicio de lo antedicho, es de remarcar que el carácter compartido por todas las crisis de deuda soberana no implica desconocer las particularida-

---

\* Doctor en Relaciones Internacionales, Universidad Nacional de Rosario, Argentina. Investigador Asistente, Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas, Argentina. Docente de Economía Internacional, Facultad de Ciencia Política y Relaciones Internacionales, Universidad Nacional de Rosario, Argentina; [josefernandezalonso@hotmail.com](mailto:josefernandezalonso@hotmail.com).

1. Federico Sturzeneger y Jeromin Zettelmeyer, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises* (Cambridge: The MIT Press, 2007).
2. Max Winkler, *Foreign bonds, an autopsy; a study of defaults repudiations of government obligations* (Philadelphia: Roland Swain Company, 1933).
3. Para la noción de crisis de deuda soberana, ver: Kevin Gallagher, “The New Vulture Culture: Sovereign debt restructuring and trade and investment treaties”, *The Idea’s Working Paper Series*, No. 2 (2011). En el caso de la cesación de pagos o *default*, ver: Francis Chukwu, “Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Argentina”, *Journal of Politics & International Affairs* 8, (2011): 51.



des que cada una de ellas asumió en correspondencia con las modificaciones en las estructuras y dinámicas de la escena internacional en el transcurrir del tiempo. En coincidencia con Brooks y Lombardi, se sostiene que las situaciones críticas de endeudamiento público reflejaron –y reforzaron– los principales caracteres del contexto internacional de entonces, todo lo cual acarrió la necesidad de (re)articular una multiplicidad de arreglos y/o procedimientos institucionales para hacerles frente.<sup>4</sup>

Lejos de devenir una excepción, las crisis de deuda soberana fueron una constante en el discurrir del sistema westfaliano, muy particularmente en los últimos decenios. Conforme explican Das, Papaioannou y Trebesch en un detallado estudio estadístico, las reestructuraciones de deuda soberana, a la postre el mecanismo dominante en la resolución de crisis de endeudamiento soberano, totalizaron más de 600 casos en 95 países entre 1950 y 2010.<sup>5</sup> Por otra parte, ha de destacarse que, del universo de casos analizados por los referidos autores, 186 fueron con acreedores privados (bancos extranjeros y tenedores de bonos) y 447 fueron acuerdos de reestructuración en el marco del Club de París.<sup>6</sup>

Cada uno de estos ensayos o respuestas coyunturales, bien vale agregar, estuvieron siempre precedidos y atravesados por enrevesados debates político-académicos respecto al modo más eficiente para sortear los avatares derivados de la crisis específica del contexto.<sup>7</sup> Tal fue el caso, por ejemplo, de lo

- 
4. Skylar Brooks y Domenico Lombardi, “Sovereign Debt Restructuring: Issues Paper”, *CIGI Papers*, No. 64 (2015).
  5. Udabair Das, Michael Papaioannou y Christoph Trebesch, “Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts”, *IMF Working Paper*, No. 12/203 (2012).
  6. Para un análisis en profundidad sobre el “Club de París”, ver: Enrique Cosío-Pascal, “The Emerging of a Multilateral Forum for Debt Restructuring: The Paris Club”, *UNCTAD Discussion Papers*, No. 192 (2008).
  7. En este punto, se remarca que diversos son los estudios históricos que dan cuenta de estas discusiones respecto a los instrumentos institucionales orientados a enfrentar crisis de deuda soberana. Además de los trabajos ya citados de Winkler, *Foreign bonds, an autopsy; a study of defaults repudiations of government obligations*; Sturzeneger y Zettelmeyer, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*; Brooks y Lombardi, “Sovereign Debt Restructuring: Issues Paper”; se destacan los de Charles Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (New York: Basic Books, 1978); Charles Lipson, *Standing Guard. Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries* (Berkeley: University of California, 1985); Michael Tomz, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries* (New Jersey: Princeton University Press, 2007); Michael Wai-

ocurrido a inicios de siglo XX cuando el cobro de las acreencias de potencias europeas a Venezuela vía coerción suscitó debates de diversa índole, siendo la doctrina Drago una derivación inexpugnable de ello.

En tiempos más contemporáneos, las discusiones sobre los dispositivos institucionales para la prevención y gestión de *defaults* y crisis de deuda soberana, de modo más general, se inscribieron –e inscriben aún, dado su carácter irresoluto– en un debate de orden sistémico, el cual fue gestado en concomitancia con el estallido de la sucesión de colapsos económico financieros de mediados de los años noventa. Dicho debate, denominado genéricamente como el de la “Nueva Arquitectura Financiera Internacional” (NAFI), se erigió sobre un amplio –e inaudito– consenso entre actores de diversa índole y posicionamientos político ideológicos respecto a la necesidad de ajustar las estructuras normativo institucionales del sistema financiero internacional a las dinámicas globales de hogaño. Habida cuenta de su carácter sistémico, comprendió problemáticas tan diversas como complejas, tales como el rol de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI), la sustentabilidad de los regímenes cambiarios, el control de los movimientos de capitales, las regulaciones a las agencias calificadoras de riesgo, entre otras.<sup>8</sup>

En lo que respecta a las discusiones específicas sobre los mecanismos y/o dispositivos para la resolución de episodios de cesación de pagos soberanos, se advierte que las mismas giraron en torno a la idea de que los cambios experimentados durante las últimas décadas en los mercados internacionales de deuda pública imponían –imponen– desafíos muy diferentes a los conocidos en otrora, cuando el financiamiento de los Estados dependía exclusivamente

---

bel, *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals* (Cambridge: Cambridge University Press, 2011) y Mark Wright, “Sovereign Debt Restructuring: Problems and Prospects”, *Harvard Business Law Review* 2, No. 1 (2012).

8. Para la profundización analítica sobre el debate de la NAFI se recomienda ver: Pablo Bustelo, “La construcción de una nueva arquitectura financiera internacional: progresos y propuestas”, *Boletín Económico de ICE*, No. 2642 (2000): 25-33; Yilmaz Akyuz, edit., *Reforming the Global Financial Architecture. Issues and Proposals* (Londres: UNCTAD, TWN, Zed Books, 2002); Javier Villanueva, *El debate de la Nueva Arquitectura Internacional Financiera* (Buenos Aires: Universidad Torcuato Di Tella, 2003); Geoffrey Underhill y Xiaoke Zhang, eds. *International Financial Governance under Stress: Global Structures versus National Imperatives* (Cambridge: Cambridge University Press, 2003) y José Antonio Ocampo, “Reforma de la arquitectura monetaria y financiera internacional”, *Friedrich-Ebert-Stiftung*, No. 27 (2014).

de los recursos provistos por otras entidades soberanas, organizaciones multilaterales o la banca internacional.<sup>9</sup>

Así pues, los protagonistas o interlocutores del mentado debate asumieron cual hipótesis de base que el crecimiento y la complejidad de los mercados de deuda soberana reportados a raíz de la incorporación de un sinnúmero de agentes heterogéneos, atomizados y dispersos en todo el mundo obligaba a ensayar canales o mecanismos institucionales alternativos a los instaurados décadas atrás: el denominado “Club de París” (para la renegociación de deudas interestatales) y el “Club de Londres” (para aquellas otras asumidas con la banca privada internacional), por ejemplo.<sup>10</sup>

Numerosas fueron las propuestas que se alumbraron en el marco del debate por la NAFI en su capítulo dedicado a los mecanismos de reestructuración de deuda soberana. No obstante esta pluralidad de proyectos, los cuales incluyeron la adopción de códigos de conducta entre los Estados y acreedores,<sup>11</sup> o la constitución de una corte internacional para quiebras de deudas soberanas,<sup>12</sup> lo cierto es que en la práctica las deliberaciones sobre la temática se restringieron a la confrontación de dos formulaciones presentadas primariamente en clave dicotómica: por una parte, la propuesta “estatutaria” diseñada y fomentada por el *staff* del Fondo Monetario Internacional (FMI) entre 2002 y 2003; por la otra, la “contractual”, impulsada por entonces el Subsecretario del Tesoro norteamericano para Asuntos Internacionales, John B. Taylor.

Sin ánimo –ni posibilidades– de hacer en este marco un análisis acabado de cada una de propuestas forjadas en el transcurrir del debate, es dable seña-

- 
9. Yanying Li, “Question the Unquestionable Beauty of a Collective Proceeding for All Sovereign Debt Claims”, *International Insolvency Review* 22, No. 2 (2013): 85-105.
  10. Sobre el “Club de Londres”, ver: Alexis Reiffel, *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery* (Washington DC: Brookings Institution Press, 2003).
  11. Ver: Institute of International Finance, *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets* (Washington DC: Institute of International Finance, 2004); Bertrand Couillaud y Pierre-Francois Weber, “Towards a Voluntary Code of Good Conduct for Sovereign Debt Restructuring”, *Banque de France. Financial Stability Review*, No. 7 (2003).
  12. Se sugiere consultar los trabajos de: Joseph Stiglitz, “Odious Rulers, Odious Debts”, *The Atlantic*, November issue, (2003); August Reinisch, “Ein Insolvenzrecht für Staaten?”, *Wirtschaftspolitische Blätter*, No. 50 (2003): 285-9 y Oscar Ugarteche y Alberto Acosta, “Post Bretton Woods: los problemas de la economía global, y el tribunal internacional de arbitraje de deuda soberana”, en Alberto Acosta y Fander Falconí, eds., *Asedios a lo imposible: Propuestas económicas en construcción* (Quito: Fundación FES Ecuador/ FLACSO, 2005), 223-64.

lar que todas ellas pueden ser ubicadas dentro de un *continuun* conforme el nivel de delegación impulsado.<sup>13</sup> En los extremos de tal serie, conviene marcar, pueden de encontrarse las referidas propuestas estatutaria y contractual. Empero, ello está lejos de aceptar la circunscripción del debate a ambas.

En aras de facilitar la lectura, se limitan estas líneas a apuntar que la propuesta estatutaria propugna que las operaciones de reestructuración de deuda soberana sean administradas por un organismo internacional específico –el FMI, por ejemplo– conforme la letra de una convención o tratado internacional específico.<sup>14</sup>

La posición contractualista, por contraste, entiende que los procesos de reestructuración deben de conducirse conforme lineamientos –cláusulas– establecidos en los propios contratos de deuda soberana. No obstante, cobrar este último predominio en el promediar de la primera década, la continuidad –y agravamiento aún– de la denominada “saga” de la República Argentina con sus acreedores internacionales y el estallido de crisis de deuda soberana en la periferia de la eurozona, primero y Estados de menor gravitación en el escenario financiero global (Granada y Puerto Rico, verbigracia) hicieron reflotar el debate.

Lo propio puede señalarse al advertirse el crecimiento exponencial experimentado por los mercados de deuda soberana en los meses postreros en los mercados de deuda soberana, sobre todo, de los asociados a los Estados emergentes.

El propósito de este trabajo de investigación es analizar el estado del debate contemporáneo sobre los mecanismos de reestructuración de deuda soberana. En función de ello, el artículo comienza por desentrañar las principales directrices sostenidas por las propuestas que mayor impacto político-econó-

---

13. Este ensayo de diferenciación de propuestas se asienta en las teorizaciones respecto a los diferentes esquemas de institucionalización en la arena internacional. Ver: Judith Goldstein, Miles Kahler, Robert O. Keohane and Anne-Marie Slaughter, “Introduction: Legalization and World Politics”, *International Organization* 54, No. 3 (2000): 385-99; Keneth Abbott et al., “The Concept of Legalization”, *International Organization* 54, No. 3 (2000): 401-19.

14. Christian Hoffmann, “Sovereign Debt Restructuring in Europe under the New Model Collective Action Clauses”, *Texas International Law Journal* 49, No. 2 (2014): 383-445; François Gianviti et al., “A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal”, *Bruegel Blueprint Series*, No. 10 (2010).

mico tuvieron desde la inauguración del debate sobre el particular, poniendo especial atención a los desarrollos reportados los años postreros.

Con tal afán, se dispone identificar a los promotores de cada de ellas y los argumentos que esgrimieron –y esgrimen, en los días actuales– en torno a los tres problemas que condicionan a todos los procesos de reestructuración de deuda soberana, conforme el explicar de Schwarcz: “el problema de los *holdouts*,<sup>15</sup> o el de la acción colectiva, el problema del riesgo moral y el problema de los ciudadanos/pagadores de impuestos llamados a sustentar los procesos de reestructuración de otros Estados”.<sup>16</sup> Finalmente, y en conformidad con las convenciones de rigor, culmina con unas reflexiones conclusivas.

### Las propuestas “delegativas”: del Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (MRDS) a las iniciativas de la república Argentina en Naciones Unidas

Tal como se adelantó líneas arriba, las propuestas delegativas de reestructuración de deudas soberanas descansan sobre dos presupuestos centrales: por una parte, la existencia de un tratado o convención internacional que delimite el protocolo a seguir ante un episodio de crisis de deuda soberana y, por otra parte, la instauración y/o definición de un organismo internacional encargado de administrar los procedimientos allí consignados.<sup>17</sup>

Sobre la base de estos presupuestos, se postularon en el transcurrir de los años en los que discurrió el mentado debate de la NAFI una variedad de propuestas. Sin dudas, la iniciativa que mayor repercusión tuvo fue la propulsada por el propio FMI entre noviembre de 2001 y abril de 2003 –esto es, en los momentos más álgidos de la crisis de la República Argentina, a la postre, la

---

15. Una de las explicaciones más acabadas sobre el término *holdouts* y su alcance se encuentra en: Kentarō Tamura, “The Problem of Sovereign Debt Restructuring: How Can We Deal with Holdout Problem Legally?” (thesis, Harvard Law School, 2002).

16. Steven L. Schwarcz, “‘Idiot’s Guide’ to Sovereign Debt Restructuring”, *Emory Law Journal*, No. 53 (2004): 1189-218. Traducción del autor.

17. Carlos Alfaro, “Sovereign Insolvency and Debt Restructuring: The Argentine case proves that a universal bankruptcy process should be put in place to solve bondholders rights before the next crisis occurs”, *Journal of Corporate Renewal*, No. 10 (2003).

primer gran crisis de deuda soberana del siglo—, a través de Anne Krueger, Subdirectora Gerente y Economista Principal del organismo por entonces.

Denominado originalmente como “Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana” (MRDS o *SDRM*, por sus siglas en inglés), el proyecto preveía la instauración de un esquema estatutario que posicionaba al propio Fondo en el rol capital de la gestión y/o administración de los episodios de reestructuración. En este sentido, la iniciativa estipulaba que los Estados en dificultades acudiesen al organismo a los fines de solicitar asistencia ante la inminencia de una crisis de deuda soberana. En dicho contexto, el país recibiría pues financiamiento extraordinario por parte del FMI y de eventuales agentes privados a condición de que implementase un programa económico que le permitiese sortear las contrariedades que habían conducido a la crisis e iniciase prontamente el proceso de negociación con sus acreedores.

Del mismo modo, y en ánimo de sortear uno de los argumentos más recurrentes de los detractores de los rescates financieros durante los años precedentes, el proyecto bajo análisis señalaba que el gobierno del país asistido debía comprometerse a implementar medidas que refrenaran la salida de capitales.<sup>18</sup> Si bien en todos sus escritos y exposiciones públicas, la vicedirectora del FMI insistía que la institución se abstendría de intervenir en las negociaciones entre el Estado en crisis y sus acreedores, el organismo habría de supervisar las variables macroeconómicas del primero, garantizando consiguientemente la buena fe del mismo. En consideración del ya mencionado problema de los *holdouts* y sus posturas obstruccionistas, el MRDS planteaba que durante el período en que se prolongara la vigencia del mecanismo, quedaba limitada la posibilidad de activar demandas judiciales.<sup>19</sup>

Por otra parte, una vez alcanzado un acuerdo con la aprobación de una mayoría calificada de acreedores, tal decisión devendría obligatoria para todos los acreedores.<sup>20</sup> En caso de que el proceso de negociación no redundase en un acuerdo aprobado por una mayoría calificada, los acreedores tendrían la oportunidad de ventilar sus controversias en un órgano a instaurar dentro del

---

18. Anne O. Krueger, “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, *International Monetary Fund*, 2002, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>>.

19. Barry Eichengreen, “Restructuring Sovereign Debt”, *Journal of Economic Perspectives* 17, No. 4 (2003), 75-98.

20. Pablo Bustelo, “La Nueva Arquitectura Financiera Internacional”, *Cuadernos de la Escuela Diplomática*, No.26 (2005): 153-81.

FMI para tal fin. En busca de resguardar la imparcialidad entre los actores en pugna, el proyecto de marras marcaba que la nueva instancia de resolución de controversias debía gozar de independencia frente a los referentes de la Dirección, el Directorio Ejecutivo, el *staff* técnico burocrático y de los propios Estados miembros del Fondo. De este modo, pues, el proyecto presentado por Krueger procuraba refrenar las críticas formuladas por sus detractores respecto al eventual cruce de intereses del propio FMI.

Llegado este punto, se impone subrayar que la implementación del proyecto requería la enmienda de diversos artículos del Convenio Constitutivo del organismo al implicar ajustes funcionales y estructurales. A propósito de ello, resulta pertinente recordar que conforme la letra del mencionado instrumento, toda modificación de tal clase debe de contar con al menos el 85% de los votos del organismo, lo que en términos fácticos impone la venia de Estados Unidos. Como se verá, circunstancia no dada por entonces.

Recipiendario de críticas de diversos referentes políticos y académicos – de John B. Taylor, entonces subsecretario del Tesoro para Asuntos Internacionales y principal defensor del enfoque contractual–, el proyecto fue progresivamente perdiendo respaldo hasta ser rescatado años más tarde en contexto de la persistencia de los problemas de la República Argentina con sus *holdouts* y el estallido de las crisis de deuda en la eurozona y otras economías de la periferia global. Variopintos fueron los motivos del malogro primigenio: algunos, al identificar al proyecto como un mecanismo distorsionador del mercado; otros, como un ensayo del FMI para recuperar protagonismo en la escena financiera internacional.

En los días más cercanos, la propuesta estatutaria fue recuperada por la Argentina en su intento por escapar del acoso judicial de sus *holdouts* en jurisdicciones extranjeras; muy particularmente, tras el revés experimentado por la decisión de la Corte Suprema de Estados Unidos de no hacer lugar a un recurso de apelación del país en el que solicitaba la revisión de fallos, de primera y segunda instancias, que resguardaba la igualdad de trato –bajo la cláusula *pari passu*– entre los acreedores que habían aceptado las ofertas de reestructuración de 2005 y 2010 (los *holdings*) y aquellos que no.

En este contexto, se inscriben las gestiones con otros Estados en desarrollo en torno a la presentación de una resolución en la Asamblea General de Naciones Unidas (AGNU o UNGA, por sus siglas en inglés) conducente a es-



tablecer “un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana con miras a, entre otras cosas, aumentar la eficiencia, la estabilidad y la previsibilidad del sistema financiero internacional, y lograr un crecimiento económico sostenido, inclusivo y equitativo y el desarrollo sostenible, de conformidad con las circunstancias y prioridades nacionales”.<sup>21</sup>

Dicha resolución, codificada como 68/304, mandaba a los Estados partes a negociar los caracteres de un marco jurídico sobre el particular tuvo como resultado una nueva, aprobada al año siguiente bajo el título “Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana”.<sup>22</sup> Sin embargo, los resultados agenciados en la resolución postrera se apartaron en demasía de la posición de máxima de la República Argentina, la cual impulsaba la instauración de un mecanismo institucional en Naciones Unidas con mandato para arbitrar mecanismos de reestructuración de deuda.

## Las propuestas de mercado

Tal como señala Hoffmann, comparado con el estatutario, la concreción del modelo contractual resulta menos ambiciosa, y, por tanto, menos gravosa en términos de costos político institucionales. En rigor, el ensayo contractual postula la mera incorporación de determinadas cláusulas en los contratos de deuda soberana sometiendo la administración de los procesos de reestructuración a la observancia de los términos pactados originalmente en el mercado entre los Estados y sus acreedores internacionales.<sup>23</sup>

En términos simplificados, y en sintonía con lo expuesto líneas arriba, el modelo contractual propugna la incorporación de cláusulas en los instrumentos de deuda que establezcan los procedimientos a seguirse ante la eventualidad de incumplimiento –la irregularidad en el pago de los compromisos derivados de los mismos, por ejemplo–. Si bien son varias las disposiciones que pueden incorporarse en los instrumentos de deuda a modo de “cláusula de acción colectiva” (CAC), las de mayor significación refieren a la de una

---

21. ONU Asamblea General, *Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana*, 9 de septiembre de 2014, A/RES/68/304.

22. ONU Asamblea General, *Principios básicos de los procesos de reestructuración de la deuda soberana*, 10 de septiembre de 2015, A/RES/69/319.

23. Hoffmann, “Sovereign Debt Restructuring in Europe under the New Model Collective Action Clauses”, 383-445.

“supermayoría” exigible de acreedores para que un Estado pueda modificar los términos originales de un título público. Por lo general, el piso de dicha “supermayoría” oscila entre el 75 y el 80%. Es esta, la respuesta primaria del ensayo bajo análisis al mencionado problema de los *holdouts*. En este marco, se señala pues que la decisión se extendería al resto.

Además de la cláusula de “super mayoría”, es importante destacar la de “aceleración”, la cual “determina que, en el caso de no pago de cualquier parte de una determinada serie de títulos de deuda externa reestructurada, los acreedores podrán declarar inmediatamente vencidos el principal, los intereses y todos los demás valores adeudados sobre los títulos de deuda de aquella serie, es decir, se declararía toda la deuda de plazo vencido, aun cuando no esté vencida”.<sup>24</sup>

No obstante, esta respuesta no deja de ser controvertida ya que no aparta la eventualidad de una minoría con capacidad de bloqueo. Más aún, tenedores reacios a avanzar en un proceso de reestructuración podrían de hacerse en el mercado secundario de instrumentos adicionales hasta alcanzar el porcentaje mínimo para obstruir todo ensayo de reestructuración. Por otra parte, y tal como lo advierte Haley, si bien las CAC pueden facilitar la reestructuración de una serie particular de bonos, no resultan salida concreta para la totalidad de la deuda de un Estado en crisis ya que los incentivos para avanzar en una reestructuración no pueden ser necesariamente compartido por las mayorías de los demás instrumentos de deuda.<sup>25</sup>

Por otro lado, y en sintonía con lo alertado por Gelpern y Gulati (2013),<sup>26</sup> en tanto provisiones contractuales guiadas exclusivamente por el interés privado, las CAC carecen de lógica para comprender y abarcar externalidades negativas de toda reestructuración como pueden ser los problemas distribucionales en la sociedad del Estado devenido en crisis o la equidad en las respuestas con otros afectados. En este sentido, no se hace posible imponer consideraciones de mayor alcance –políticas, económicas, geoestratégicas, entre

---

24. Flavio Buchieri, “Default soberanos: la necesidad de reforma a la arquitectura financiera internacional a partir de la experiencia de Argentina”, *Ciencias Económicas* 11, No. 2 (2014): 63-74.

25. James A. Haley, “Sovereign Debt Restructuring: Old debates, new challenges”, *CIGI Papers*, No. 32 (2014).

26. Anna Gelpern and Mitu Gulati, “The Wonder-Clause”, *Journal of Comparative Economics* 41, (2013): 367-85.

otras— a inversores regidos por el interés privado y amparado precisamente por las mentadas cláusulas.

Ahora bien, estas evaluaciones esgrimidas por los detractores de las CAC resultan contrapesadas por los argumentos centrales de las CAC: el evitar invertir a un tercero en la administración de la reestructuración y la implementación de mecanismos de financiamiento. En verdad, las directrices argumentales recurrentes de Taylor para defender este enfoque presentado cual más cercano al mercado.

En concordancia con Cruces (2016),<sup>27</sup> se recuerda que el uso de las CAC dista de ser novedoso. Dichas cláusulas han sido utilizadas bajo bonos emitidos por legislación inglesa desde 1879. De hecho, explica el economista, existieron en bonos de ley estadounidense con tales cláusulas hasta que fueron prohibidas por el marco regulatorio de los bonos corporativos (*Trust Indenture Act*) en 1939.

Las CAC volvieron a implementarse en el mercado de deuda bajo legislación norteamericana tras el año 2003, merced del impulso del modelo por el mencionado Taylor y una serie de recomendaciones de foros multilaterales —Grupo de los Diez— y del propio FMI. Siguiendo al precitado autor, es de advertir que “aunque se considera que México en 2003 fue la primera emisión moderna con CAC en Nueva York, en realidad hubo tres emisiones previas: el Líbano en 2000, Qatar en 2000 y Egipto en 2001.”<sup>28</sup>

Desde entonces, los instrumentos de deuda emitidos en tal plaza contienen provisiones legales de este tipo. Las emisiones realizadas por la República Argentina en sus dos trechos de la reestructuración son ejemplo acabado de ello. Incluso, mostraron sus limitaciones —por no señalar contrariedades— cuando no pocos acreedores plantearon su interés en activar la arriba mencionada cláusula de aceleración tras las limitaciones de la República Argentina para honrar sus compromisos de pago en Estados Unidos y otras jurisdicciones en instancias del embargo resuelto y ratificado por las instancias judiciales de dicho país en los reclamos de los *holdouts* respecto al trato equitativo.

---

27. Juan José Cruces, “¿Cómo Resolver el Problema de los Holdouts y Bajar el Costo de Capital de la Economía Argentina?”, *Universidad Torcuato Di Tella*, 11 de diciembre de 2014, <[https://www.utdt.edu/ver\\_contenido.php?id\\_contenido=10662&id\\_item\\_menu=20637](https://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=10662&id_item_menu=20637)>

28. Cruces, “¿Cómo Resolver el Problema de los Holdouts y Bajar el Costo de Capital de la Economía Argentina?”, 41.

En este sentido, se expuso cómo tenedores de títulos públicos históricos –esto es, sin CAC– podían afectar la situación de tenedores de títulos públicos nuevos –con CAC– y tras ello, todo un proceso de reestructuración que para entonces ya sumaba el 93% de aceptación. Esta situación marca uno de los aspectos más ventajosos del modelo estatutario frente al contractualista, ya que las CAC no pueden ser impuestas en forma retrospectiva, a menos que se traten de instrumentos regidos por la ley del propio Estado, tal cual lo ocurrió en Grecia en 2012.

En este modelo abrevó la salida concertada por las autoridades de la eurozona al resolver incorporar cláusulas de acción colectiva (CAC) en todas las emisiones realizadas por sus Estados miembros con un plazo de madurez mayor a un año y cuyo primer tramo se emitiese después del 1 de enero de 2013.<sup>29</sup> Acordada en la cumbre de Ministros de Economía y Finanzas de noviembre de 2010,<sup>30</sup> y consagrada en el Tratado del Establecimiento del Mecanismo de Estabilidad Europeo de febrero de 2012,<sup>31</sup> esta última decisión se constituyó como una respuesta regional a aquellas deficiencias institucionales internacionales en materia de previsión y gestión de crisis de deuda soberana.

A tales efectos, se indica que no obstante haber emitido durante años instrumentos de deuda pública nominados en una moneda común, fue recién a partir de la entrada en vigencia de la mencionada disposición que los Estados de la eurozona se comprometieron a incluir compulsivamente provisiones legales uniformes dentro de los contratos rectores de su endeudamiento soberano, con el objeto de especificar los derechos y limitaciones de los acreedores –y de sí mismos, por contrapartida– en episodios de crisis de deuda soberana, y muy especialmente en los escenarios eventuales de reestructuración.<sup>32</sup>

Conforme al evaluar de los promotores de la iniciativa, la incorporación de estas cláusulas abriría un horizonte de previsibilidad al enrevesado panorama político económico europeo puesto que habría de ratificar la determinación de

---

29. Originalmente, la medida comenzaría a regir a partir de junio de 2013. Empero, y conforme se avanzará luego, las urgencias del contexto condujeron a que los decisores del Eurogrupo adelantaran la vigencia de la misma seis meses antes.

30. Unión Europea, *Statement by the Eurogroup*, 28 Noviembre 2010, <[https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf](https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf)>.

31. Concretamente, el artículo 12.3 del tratado reza: “*Collective action clauses shall be included, as of 1 January 2013, in all new euro area government securities, with maturity above one year, in a way which ensures that their legal impact is identical.*”

32. Brooks y Lombardi, “Sovereign Debt Restructuring: Issues Paper”.

los Estados de la eurozona de reforzar sus compromisos institucionales en la materia. Por otro lado, estipulaban que la implementación obligatoria de las CAC redundaría en una reducción de los tiempos y costos políticos-judiciales de las reestructuraciones potenciales en la región, al habilitar la modificación de los términos incorporados en los instrumentos de deuda mediante una aprobación de una mayoría calificada de acreedores y limitar, en paralelo a ello, el poder de litigio –y bloqueo, por extensión– de potenciales *holdouts*, es decir, de aquellos tenedores de títulos públicos renuentes a participar en toda operación de canje.

## Reflexiones finales

De gravitación central en la agenda de la economía y la política internacional en los primeros años del siglo XXI, el debate en torno a los esquemas de reestructuración de deuda soberana pasó a un estado aletargado tras la imposición de facto del esquema contractual, pero sin que deviniera una solución definitiva. De hecho, la continuidad de los conflictos judiciales de la República Argentina con sus acreedores en situación irregular y el estallido de crisis de deuda soberanas en la eurozona y ciertas economías de la periferia global reabrieron las discusiones sobre el particular. Tal como se advirtió en el transcurrir de la comunicación, los promotores de cada propuesta fueron cambiando de referentes, aunque no de los basamentos sobre los que erigen sus argumentaciones político económicas.

Sin embargo, a semejanza de lo ocurrido una década precedente, las distancias entre las propuestas continúan latentes, reproduciéndose consecuentemente proyectos entre aquellos defensores de una lógica de reestructuración más cercana de mercado y otra de corte más formal. La ausencia de consenso conocida una década atrás, continúa pues hoy.

Mientras tanto, la ausencia de un marco específico para la reestructuración de las deudas soberanas construyó –y construye– las posibilidades de encontrar soluciones prontas, eficientes y sustentables en episodios de *defaults*. Este déficit institucional del sistema financiero internacional contemporáneo no impidió, por cierto, que se replegaran las operaciones en el mismo. Pero sí afectó a aquellos Estados caídos en crisis, que vieron restringido su acceso al financiamiento internacional, y condicionados a diseñar y ejecutar políticas públicas en buena parte contraria al bienestar de sus ciudadanos.



El crecimiento de los niveles de deuda alertado por el FMI en las últimas semanas frente a los desafíos que impone la problemática en los días presentes.

Por todo lo antedicho, resulta más pertinente que los hacedores de la Economía Política Internacional ensayen respuestas alternativas a una problemática tan compleja como la abordada en la ponencia. En este contexto, pues, se impone profundizar esfuerzos para analizar teórica y empíricamente las razones del fracaso de la institucionalización de un régimen internacional para la reestructuración de deudas soberanas.

En tal programa de investigación, oportuno sería estar guiados por la directriz de Susan Strange respecto a la razón motora de la EPI, esto es, identificar quiénes son los beneficiados y perdedores en el estado de cosas arriba comentado. Tal tarea resulta cabal para nosotros, latinoamericanos, al ser los Estados de la región unos de los más perjudicados por la irresolución del debate en torno a los mecanismos de reestructuración de deuda soberana.

## Bibliografía

- Abbott, Kenneth et al. "The Concept of Legalization". *International Organization* 54, No. 3 (2000): 401-19.
- Akyuz, Yilmaz, edit. *Reforming the Global Financial Architecture. Issues and Proposals*. Londres: UNCTAD, TWN, Zed Books, 2002.
- Alfaro, Carlos. "Sovereign Insolvency and Debt Restructuring: The Argentine case proves that a universal bankruptcy process should be put in to solve bondholders rights before the next crisis occurs", *Journal of Corporate Renewal*, No. 10 (2003).
- Brooks, Skylar y Domenico Lombardi. "Sovereign Debt Restructuring: Issues Paper". *CIGI Papers*, No. 64 (2015).
- Buchieri, Flavio. "Default soberanos: la necesidad de reforma a la arquitectura financiera internacional a partir de la experiencia de Argentina". *Ciencias Económicas* 11, No. 2 (2014): 63-74.
- Bustelo, Pablo. "La construcción de una nueva arquitectura financiera internacional: progresos y propuestas". *Boletín Económico de ICE*, No. 2642 (2000): 25-33.
- Bustelo, Pablo. "La Nueva Arquitectura Financiera Internacional". *Cuadernos de la Escuela Diplomática*, No.26 (2005): 153-81.
- Chukwu, Francis. "Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Argentina", *Journal of Politics & International Affairs* 8, (2011).
- Cosio-Pascal, Enrique. "The Emerging of a Multilateral Forum for Debt Restructuring: The Paris Club". *UNCTAD Discussion Papers*, No. 192 (2008).
- Couillault, Bertrand y Pierre-Francois Weber. "Towards a Voluntary Code of Good Conduct for Sovereign Debt Restructuring". *Banque de France, Financial Stability Review*, No. 7 (2003).

- Cruces, Juan José. “¿Cómo Resolver el Problema de los Holdouts y Bajar el Costo de Capital de la Economía Argentina?”. *Universidad Torcuato Di Tella*. 11 de diciembre de 2014. <[https://www.utdt.edu/ver\\_contenido.php?id\\_contenido=10662&id\\_item\\_menu=20637](https://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=10662&id_item_menu=20637)>
- Das, Udabair, Michael Papaioannou y Christoph Trebesch. “Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts”. *IMF Working Paper*, No. WP/12/203 (2012). <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>>
- Eichengreen, Barry. “Restructuring Sovereign Debt”. *Journal of Economic Perspectives* 17, No. 4 (2003): 75-98.
- Gallagher, Kevin. “The New Vulture Culture: Sovereign debt restructuring and trade and investment treaties”. *The Idea's Working Paper Series*, No. 2 (2011). <<https://ase.tufts.edu/gdae/publications/GallagherSovereignDebt.pdf>>
- Gelpert, Anna and Mitu Gulati. “The Wonder-Clause”. *Journal of Comparative Economics* 41, (2013): 367-85.
- Gianviti, François et al. “A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal”. *Bruegel Blueprint Series*, No. 10 (2010).
- Goldstein, Judith, Robert Keohane and Anne-Maire Slaughter. “Introduction: Legalization and World Politics”. *International Organization* 54, No. 3 (2000): 385-99.
- Haley, James A. “Sovereign Debt Restructuring: Old debates, new challenges”. *CIGI Papers*, No. 32 (2014).
- Hoffmann, Christian. “Sovereign Debt Restructuring in Europe under the New Model Collective Action Clauses”, *Texas International Law Journal* 49, No. 2 (2014): 383-445.
- Institute of International Finance. *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*. Washington DC: Institute of International Finance, 2004.
- Kindleberger, Charles. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Basic Books, 1978.
- Krasner, Stephen. *Conflicto Estructural: El Tercer Mundo Contra el Liberalismo Global*. Buenos Aires: Grupo de Editores Latinoamericanos, 1989.
- Krueger, Anne O. “A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”. *International Monetary Fund*, 2002. <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>>
- Li, Yanying. “Question the Unquestionable Beauty of a Collective Proceeding for All Sovereign Debt Claims”. *International Insolvency Review* 22, No. 2 (2013): 85-105.
- Lipson, Charles. *Standing Guard. Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries*. Berkeley: University of California Press, 1985.
- Ocampo, José Antonio. “Reforma de la arquitectura monetaria y financiera internacional”. *Friedrich-Ebert-Stiftung*, No. 27 (2014).
- ONU Asamblea General. *Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana*. 9 de septiembre de 2014. A/RES/68/304.
- . *Principios básicos de los procesos de reestructuración de la deuda soberana*. 10 de septiembre de 2015. A/RES/69/319.



- Reinisch, August. "Ein Insolvenzrecht für Staaten?". *Wirtschaftspolitische Blätter*, No. 50 (2003): 285-89.
- Reiffel, Alexis. *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery*. Washington DC: Brookings Institution Press, 2003.
- Schwarz, Steven L. "'Idiot's Guide' to Sovereign Debt Restructuring". *Emory Law Journal*, No.53 (2004): 1189-218.
- Stiglitz, Joseph. "Odious Rulers, Odious Debts". *The Atlantic*, November issue (2003).
- Sturzeneger, Federico y Jeromin Zettelmeyer. *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. Cambridge: The MIT Press, 2007.
- Tamura, Kentaro. "The Problem of Sovereign Debt Restructuring: How Can We Deal with Holdout Problem Legally?". Harvard Law School, 2002.
- Tomz, Michael. *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries*. New Jersey: Princeton University Press, 2007.
- Ugarteche, Oscar y Alberto Acosta. "Post Bretton Woods: los problemas de la economía global, y el tribunal internacional de arbitraje de deuda soberana". En Alberto Acosta y Fander Falconí, eds. *Asedios a lo imposible: Propuestas económicas en construcción*. Quito: Fundación Friedrich Ebert Ecuador/FLACSO, 2005.
- Underhill, Geoffrey y Xiaoke Zhang, eds. *International Financial Governance under Stress: Global Structures versus National Imperatives*. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- Unión Europea. *Statement by the Eurogroup*. 28 de Noviembre de 2010. <[https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf](https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf)>.
- Villanueva, Javier. *El debate de la Nueva Arquitectura Internacional Financiera*. Buenos Aires: Universidad Torcuato Di Tella, 2003.
- Waibel, Michael. *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.
- Winkler, Max. *Foreign bonds, an autopsy; a study of defaults repudiations of government obligations*. Philadelphia: Roland Swain Company, 1933.
- Wright, Mark. "Sovereign Debt Restructuring: Problems and Prospects". *Harvard Business Law Review* 2, No. 1 (2012).