

Problemáticas Persistentes y Desafíos Pendientes en la Reestructuración de la Deuda Soberana

Persistent Problems and Pending Challenges in Sovereign Debt Restructuring

*Tomás Mariano Guisado Litterio**

Resumen

El presente artículo tiene por objeto analizar las problemáticas que un Estado en crisis crediticia generalmente encuentra al intentar reestructurar su deuda soberana externa frente a una multitud de bonistas privados. Así también, se estudiarán cuáles son las principales causas de esos obstáculos y en qué consistieron los pasados intentos para resolverlos. Particularmente, se pondrá el foco en el enfrentamiento del gobierno argentino con los llamados “fondos buitres”, luego de las reestructuraciones de los años 2005 y 2010, que fue un caso paradigmático al mostrar qué tan perjudiciales pueden ser los *holdouts*. Por último, se estudiarán las propuestas de reforma del actual sistema –o “no-sistema”, como a veces se lo ha llamado– de reestructuración de deuda soberana, para concluir con una reflexión final sobre los desafíos a futuro.

Palabras clave: Reestructuración de deuda soberana – Fondos buitres – Deuda externa –Derecho financiero internacional –*Holdouts* – Bonos soberanos

Abstract

The aim of this article is to analyze the problems that a State in a credit crisis generally faces while trying to restructure its sovereign external debt to a multitude of private bondholders. As well as to study the main causes for those obstacles and past attempts to fix them. Particularly, this paper will focus on the dispute between the Argentine government and the so-called “vulture funds” after the 2005 and

*Abogado egresado con diploma de honor y orientación en Derecho Internacional Público (UBA). Maestrando en Relaciones Internacionales (UBA). Auxiliar docente de Derecho Internacional Público (UBA). Asesor legal en Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio Internacional y Culto de la Nación. Becario en la Sesión de Invierno 2020 de la Academia de Derecho Internacional de La Haya, Países Bajos. Miembro del Instituto de Derecho Internacional del Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales y coordinador del Equipo Editorial de su Boletín Informativo. Integrante de Proyectos de Investigación DeCyT y UBACyT. Autor de numerosas publicaciones de la materia.

2010 restructuring, which was paradigmatic and showed how harmful holdouts can be. Finally, this article will study the proposals to enhance the current system –or “non-system”, as it has been called sometimes– of sovereign debt restructuration and it will conclude with a final reflection on future challenges.

Key words: Sovereign debt restructuring – Vulture funds – External debt – International financial law – Holdouts – Sovereign bonds

I. Introducción

En el mundo moderno, la adquisición de deuda pública mediante la emisión de bonos soberanos es un recurso que los Estados emplean cotidianamente para financiar el desfase entre el gasto público y los ingresos fiscales.¹ De hecho, no es infrecuente que los ingresos por adquisición de deuda sean aun mayores que aquellos derivados de la recaudación tributaria. Frente a este panorama, los riesgos que conlleva el financiamiento del déficit fiscal vía deuda son elevados y las potenciales consecuencias de un *default*, devastadoras. Hay registro de al menos 250 *defaults* ocurridos entre los últimos dos siglos (Reinhart y Rogoff, 2009), lo que demuestra que estos eventos – potencialmente catastróficos para una economía nacional– no son raros ni novedosos.

La cesación de pagos o *default* es realmente una tragedia para la economía de un país. Desde una perspectiva económica, entrar en *default* significa que el Estado deudor perderá su acceso al crédito a futuro y no podrá financiarse por medio de la emisión de deuda, o solo podrá hacerlo a través de tasas de interés excesivamente altas, que lo hundirán más en un pozo sin fondo. Por otra parte, los acreedores pueden encontrar la forma de cobrar sus créditos forzosamente. En efecto, pueden sortear la inmunidad soberana del Estado al hacer uso de las cláusulas de prórroga de foro y de renuncia a la inmunidad de jurisdicción y de ejecución, habitualmente presentes en los bonos de deuda pública. Al utilizar estas vías, los acreedores pueden tener capacidad para llegar a ejecutar activos del Estado en el extranjero e, incluso, interferir en su comercio exterior (Bulow y Rogoth, 2015), lo que afecta gravemente su margen de acción como entidad soberana y su independencia económica.

El presente artículo tiene por objeto analizar las problemáticas que un Estado en crisis crediticia generalmente encuentra al intentar reestructurar su deuda soberana externa frente a una multitud de bonistas privados. Así también, se estudiarán cuáles son las principales causas de esos obstáculos y en qué consistieron los pasados intentos para resolverlos. Particularmente, se pondrá el foco en el enfrentamiento del gobierno argentino con los llamados “fondos buitres” luego de las reestructuraciones de los años 2005 y 2010, que fue un caso paradigmático al mostrar qué tan perjudiciales pueden ser

¹ Es menester aclarar que los bonos emitidos por un Estado pueden ser adquiridos, además de por inversores privados, por entidades que integran el propio Estado, como bancos públicos o administraciones previsionales (deuda intra-sector público) (Beker, 2019, pp. 2-4). Este tipo de deuda pública no será de relevancia para el presente estudio.

los *holdouts*. Por último, se estudiarán las propuestas de reforma del actual sistema –o “no-sistema”, como a veces se lo ha llamado– de reestructuración de deuda soberana, para concluir con una reflexión final sobre los desafíos a futuro.

II. La reestructuración de la deuda soberana y los *holdouts*

La teoría económica enseña que las economías nacionales experimentan etapas de crecimiento y recesión. Asimismo, muestra que los gobiernos, al querer sacar el mayor provecho posible de ese ciclo, deberían reducir el gasto público en épocas de auge e incrementarlo en tiempos de caída de la actividad económica. No obstante, desde la década del 70, los gobernantes han optado por evitar medidas impopulares que representen riesgos electorales y financiar déficits cada vez mayores mediante el endeudamiento, a pesar de su insostenibilidad y su corto plazo. Cualquier evento económicamente adverso –como una caída abrupta de la actividad económica, una corrida bancaria o una devaluación– puede hundir la confianza del mercado en la capacidad de pago de un Estado, lo que a su vez puede detonar su acceso al crédito y empujarlo hacia el abismo: la inhabilidad de cumplir sus compromisos con sus acreedores (Porzecansky, 2014, pp. 309-311).

Dadas estas condiciones, no cabe duda de que un Estado desbordado por sus deudas buscará por todos los medios una salida menos nociva que dejar de cumplir con sus obligaciones. Esta salida es la reestructuración: una solución negociada entre el Estado deudor y sus acreedores que puede consistir en quitas, esperas, una combinación de ambas o mecanismos más complejos, como canjes por bonos atados al producto bruto interno (PBI) o al precio internacional de una *commodity* que el país exporte (Buchheit, 2013, p. 110). Sin embargo, la deuda soberana no es como la privada y los Estados no pueden quedar sujetos a un proceso concursal de quiebra. No existe actualmente ningún mecanismo institucional, nacional o internacional que permita a los Estados resolver sus problemas de liquidez, por lo que se requiere necesariamente la negociación directa con los acreedores (Buchheit et al., 2018, pp. 2-3).

No obstante, las modalidades contemporáneas de emisión de bonos dificultan enormemente encarar este tipo de negociaciones con todos los bonistas. Ya no es usual que los acreedores sean un pequeño número de entidades financieras o conglomerados bancarios, sino que se tiende a una cantidad enorme y diversa de inversionistas tenedores de bonos, desde pequeños ahorristas individuales hasta grandes fondos de

cobertura. Además, como los bonos suelen ser títulos al portador libremente transferibles, no es posible llevar un registro de los actuales tenedores. No existe ninguna estructura institucional capaz de coordinar centralizadamente un número tan grande de acreedores, lo que prolonga los procesos de reestructuración y los hace más costosos para todas las partes involucradas (Bredenkamp et al., 2018). No obstante, quizás el problema más disruptivo en un proceso de reestructuración es la actuación de un tipo de acreedores en particular: los *holdouts*.

Los *holdouts* pueden ser asociados con el concepto económico de “polizones” (*free riders*). Estos son acreedores que, ante la situación de un deudor insolvente, no contribuyen a la reestructuración de la deuda, pero se benefician de las concesiones realizadas por los demás acreedores. Gracias a que los otros bonistas aceptaron cobrar sus acreencias bajo condiciones menos favorables, el Estado emisor pudo recuperarse y honrar sus compromisos con ellos. Por su parte, los *holdouts* se mantuvieron al margen de esa negociación, no contribuyeron a que el deudor reestablezca su salud financiera ni realizaron concesión alguna. En efecto, aprovecharán el sacrificio de los demás acreedores para reclamar el valor nominal total de los bonos que tienen en su poder (Antonoff, 2013). De esta manera, la existencia de *holdouts* que actúan como polizones distorsiona las negociaciones de reestructuración y pone en riesgo cualquier arreglo al que puedan llegar el Estado y sus acreedores.

III. Los primeros intentos para lidiar con los *holdouts*

Tal como se ha mencionado, no existe en la actualidad ningún marco institucional jurídicamente vinculante para llevar adelante los procesos de reestructuración de deuda soberana. Esta falencia ha intentado ser suplida por mecanismos contractuales estipulados en los bonos y sujetos a la lógica de los mercados financieros, basados principalmente en acciones colectivas. Este estado de las cosas ha decantado en un aumento en la actividad especulativa de los “fondos buitres”, con los consecuentes efectos desestabilizadores en las economías nacionales.

Los mencionados fondos son entidades financieras especializadas en adquirir bonos de muy alto riesgo (debido a las dificultades financieras en que se encuentra el Estado emisor) a una fracción de su valor nominal, con la expectativa de llevar al Estado deudor a juicio para obtener la totalidad del valor nominal de los títulos (Kleiner, 2015,

p. 756). El potencial rédito del comportamiento desplegado por los “fondos buitres” es realmente exorbitante; las diferencias entre los precios irrisorios que se pagan por bonos de países en crisis y lo que reciben luego de litigar por los valores nominales de los bonos son astronómicas. La irrupción de los “fondos buitres” produce una seria desvirtuación de las negociaciones de reestructuración de deuda y, en consecuencia, provoca distorsiones en el mercado de créditos, toda vez que los acreedores de buena fe, que aceptan pérdidas para permitir que un deudor en crisis recupere su equilibrio, son castigados (Guzmán, 2018).

No debe perderse de vista, entonces, que el esquema actual está estructurado de manera tal que fomenta la aparición de *holdouts*, incentiva que determinados acreedores obren de mala fe y se beneficien, cual “*free riders*”, del sacrificio de sus pares. En el caso argentino, como se estudiará con detenimiento más adelante, debe destacarse que los “fondos buitres” finalmente ganaron; consiguieron su objetivo y obtuvieron un increíble rédito del 1270% sobre su inversión inicial. Quedó en evidencia que mantenerse al margen de la reestructuración puede ser extremadamente redituable para cualquier tenedor de bonos soberanos. A futuro, la lógica de esta operatoria puede desencadenar que se negocien reestructuraciones con términos no sustentables o que directamente fracasen las negociaciones, de modo que se profundicen las dificultades de un Estado en situación de crisis crediticia (Paliouras, 2017, p. 117).

El primer intento de organizar institucionalmente los procesos de reestructuración de deuda soberana se dio en 2002 y no fue concebido en el ámbito de las Naciones Unidas, sino, curiosamente, en el Fondo Monetario Internacional (FMI). El proyecto lanzado por el FMI proponía la creación de un Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana y había tenido como puntapié inicial la crisis del año 2001 en la Argentina y el sucesivo *default*. Se suponía que funcionaría de forma similar a los procesos concursales de sociedades comerciales en los regímenes jurídicos internos de los Estados, pero con diferencias clave que adaptarían el modelo a un sistema compatible con la soberanía estatal. Así, por ejemplo, se identificaron diferentes puntos que se encuentran en la generalidad de los regímenes concursales internos: la suspensión de los procesos de ejecución durante la negociación de reestructuración, el dictado de medidas conservatorias para proteger los intereses de los acreedores, mecanismos que facilitan el refinanciamiento del deudor durante el proceso y la extensión a todos los acreedores relevantes de un arreglo aceptado por una mayoría

calificada. Sin embargo, ciertas características comunes de los regímenes concursales no serían extrapolables al plano de la deuda externa soberana: la potencial liquidación de los bienes del deudor, la posibilidad de que el proceso de reestructuración comience a solicitud de un acreedor y las restricciones a las actividades del deudor a los efectos de blindar su patrimonio en beneficio de los acreedores (Krueger, 2002, pp. 10-14).

El proyecto del FMI señalaba algunas cuestiones como ejes centrales del mecanismo propuesto. El componente fundamental del régimen era la reestructuración por mayoría, en un sistema donde los créditos de los diferentes acreedores se acumularían independientemente del título que les dio origen, para que una mayoría calificada se pronunciara respecto de las ofertas del deudor, de manera que obligaba a los demás acreedores de la misma categoría. Por otra parte, se incorporaba la suspensión de los procesos de ejecución contra el Estado deudor durante el procedimiento de reestructuración, a los efectos de que estos litigios no entorpecieran las negociaciones que se llevaran a cabo. Asimismo, se les asignaba prioridad de pago a los préstamos que el Estado recibiera durante el plazo del mecanismo de reestructuración, con el objeto de incentivar a los inversores a contribuir al refinanciamiento del Estado para facilitar su salida de la crisis. Por último, se garantizaban los intereses de los acreedores mediante la prohibición de que el Estado realizara pagos a acreedores no prioritarios durante el procedimiento. Por su parte, el FMI, a través de un órgano creado a tal efecto, se reservaba la potestad de ser el director de todo este proceso, lo que incluía, entre otras facultades, determinar su apertura y cierre, aprobar o desechar los acuerdos con los acreedores de diferentes categorías y velar por las perspectivas de cobro de los acreedores vigilando las políticas económicas del Estado deudor (Krueger, 2002, pp. 14-28).

La idea concebida en el seno del FMI era sumamente ambiciosa, no solo por encarar de frente el problema de los *holdouts*, sino también por su proyección universal, ya que esta iniciativa fue propuesta para ser adoptada como una enmienda a los “Artículos de Acuerdo”, el tratado fundacional del FMI. Sin embargo, nunca pudo despegar, porque encontró gran resistencia política, y terminó naufragando en el año 2003 (Destais, 2015). Tal conclusión era de esperar, ya que el proyecto adolecía de vicios que provocaron que no les interesara avanzar con su concreción ni a los países desarrollados ni en desarrollo, más allá de las críticas técnicas que recibió (Bolton y Skeel, 2007). A los Estados desarrollados poco les atrajo una iniciativa que limitaba el

accionar de los grandes fondos de cobertura, cuyo *lobby* financiero ejerce una gran influencia sobre sus gobiernos. Respecto del mundo en desarrollo, la reputación del FMI se encontraba ya irremediablemente dañada por los fracasos económicos que se le imputaban, sobre todo en el caso de la Argentina, que, poco tiempo antes, había pasado una de las crisis más grandes de su historia. Un proyecto que otorgara todavía más facultades de control al FMI se mostraba como manifiestamente contrario a los intereses de los países del llamado “tercer mundo”.

La crisis de la Eurozona que tuvo comienzo en el año 2010 volvió a avivar el debate acerca de la necesidad de crear mecanismos efectivos para conducir la reestructuración de deuda soberana. La reestructuración llevada adelante por Grecia fue la más grande de la historia y significó pérdidas masivas para los acreedores, de entre el 60 y el 65% de su inversión (Destais, 2019, pp. 27-28). En consecuencia, en el año 2012 se adoptó y entró en vigor el tratado que establece el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEE), por el que los Estados de la Eurozona pueden solicitar refinanciamiento a la Comisión Europea, luego de una evaluación de sustentabilidad de la deuda realizada por esta institución en conjunto con el Banco Central Europeo. Si bien el MEE no estableció un marco institucional para la reestructuración de deuda por temores a que fuera contraproducente –debido a la estructura económica particular de la Eurozona–, sí incorporó previsiones para limitar el problema de los *holdouts*: obligaba a todos los Estados a incluir en los bonos que emitieran cláusulas *CAC* (“*collective action clauses*” o “cláusulas de acción colectiva”), que permiten que una mayoría calificada de los acreedores, previamente definida, pueda enmendar los bonos con efectos extensibles a los demás bonistas. Esta herramienta, sin embargo, no soluciona los problemas derivados de que bonos de distintas emisiones se encuentren afectados a una misma reestructuración o de que un pequeño grupo de bonistas *holdouts* tenga en su poder suficientes bonos como para bloquear un arreglo por sí solo, lo que, de hecho, ha pasado en el caso griego (Baglioni y Bordignon, 2019, pp. 32-37).

IV. El caso argentino y la crisis de los “fondos buitres”

El caso de la reestructuración de la deuda argentina luego de la crisis económica del año 2001 muestra con claridad qué tan perjudiciales pueden ser los *holdouts* para los intentos por llevar adelante con eficacia un proceso que permita al Estado salir de una

situación de insolvencia y reactivar su economía. Hasta este episodio, todavía se difundía en algunos círculos académicos de economistas la idea de que, en procesos de restructuración, los bonistas tenían grandes incentivos para aceptar los planes de canjes de bonos y que los *defaults* eran ya cosa del pasado (Destais, 2019, p. 26).

Durante la década del 90, el gobierno argentino se hallaba en una apremiante necesidad de financiación para sostener la política de convertibilidad (paridad cambiaria entre el peso argentino y el dólar estadounidense) que le había puesto un freno a la hiperinflación de la década anterior. En este contexto, llevó adelante acuerdos de agencia con entidades financieras estadounidenses que le permitieron colocar bonos en los mercados de aquel país. Estos títulos de deuda estaban nominados en moneda extranjera y sujetos a leyes extranjeras, e incluían renunciaciones a las inmunidades soberanas de jurisdicción y ejecución y una prórroga de foro a favor de jurisdicciones extranjeras. Estas concesiones eran necesarias para que los títulos ofrecidos fueran atractivos para los inversores a tasas de interés razonables. En la mayoría de los casos, la moneda de denominación era el dólar estadounidense y la ley aplicable y jurisdicción competente eran aquellas del Estado de Nueva York (Kleiner, 2015, pp. 753-755).

Ahora bien, luego de la ya mencionada severa crisis que el país vivió en el año 2001, la Argentina se encontraba incapaz de afrontar el endeudamiento externo contraído. En 2002, se adoptaron medidas que implicaron el fin de la convertibilidad y la devaluación de la moneda, la pesificación forzosa de las obligaciones nominadas en moneda extranjera y el *default* de la deuda pública externa. Entre los años 2003 y 2005, el gobierno encaró la tarea de negociar con sus muchos acreedores para reestructurar la deuda y, como consecuencia, llegó, en ese año, a un canje de bonos con el 76% de los tenedores, radicados alrededor de todo el mundo. En el año 2010, se realizó un nuevo canje, de modo que se llegó a abarcar más del 91% de los acreedores de la deuda externa argentina con privados (Kleiner, 2015, pp. 755-756).

Como los títulos de deuda eran transferibles, en muchísimos casos, el actual tenedor del bono no era quien originalmente lo había adquirido. Es aquí donde aparecieron los llamados “fondos buitres”. Se trata de entidades financieras especializadas en adquirir bonos de muy alto riesgo (debido a las dificultades financieras en que se encuentra el Estado emisor) a una fracción de su valor nominal, con la expectativa de llevar al Estado deudor a juicio para obtener la totalidad del valor nominal de los títulos (Kleiner, 2015, p. 756). En consecuencia, los *holdouts* más importantes en términos de

participación en el pasivo -aunque no en todos los casos- eran “fondos buitres”. Estos especuladores financieros se encargaron de llevar sus casos a las jurisdicciones indicadas como competentes en los distintos bonos: la de Fráncfort, distintas jurisdicciones italianas y la de Nueva York. Esta última sería la más destacada por haber recibido los juicios más trascendentes, que recayeron en los estrados del juez Thomas Griesa. Griesa aplicó un criterio puramente contractualista para resolver las disputas que le fueron sometidas, considerando que la República Argentina debía a los bonistas la totalidad del valor nominal de los bonos, más los intereses compensatorios y moratorios (Kleiner, 2015, pp. 757-759).

Fue así como dos “fondos buitres” en particular (EM Ltd. y NML Capital Ltd.) comenzaron una campaña agresiva para ejercer presión sobre el gobierno argentino por todos los medios a su alcance, sin limitarse a las acciones judiciales. Constituyeron formalmente un grupo de lobby llamado *American Task Force Argentina* (Fuerza de Tareas Estadounidense Argentina), destinado a influir sobre los legisladores y el gobierno estadounidense, así como también sobre los medios masivos de comunicación, para que “incentivaran” al gobierno argentino a llegar a un acuerdo con los *holdouts*. Dentro de sus actividades extrajudiciales, publicaron solicitadas en periódicos y presentaron proyectos de leyes para que se establecieran sanciones contra la Argentina (Kamenis, 2014, pp. 11-12).

En el plano judicial, intentaron la ejecución de sus créditos solicitando embargos sobre todos los bienes del Estado argentino que pudiesen encontrar en el extranjero. Trataron fallidamente de ejecutar inmuebles diplomáticos en los Estados Unidos (la residencia del embajador argentino en Washington, las oficinas y residencias de los agregados militares, la misión argentina ante la Organización de los Estados Americanos y la residencia de su titular, etc.), las cuentas del Banco Central de la República Argentina (BCRA) depositadas en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, el avión presidencial argentino, etc. En otras partes del mundo, intentaron ejecutar las cuentas bancarias de las misiones diplomáticas argentinas en Bruselas, París y Berlín, la cuenta oficial del BCRA en el Banco de Arreglos Internacionales (una organización internacional radicada en Suiza que nuclea bancos centrales) y la Fragata ARA Libertad durante su estadía en el puerto de Tema, Ghana (Ruiz-Cerutti, 2015, pp. 713-714). En todos estos casos, los intentos de ejecución fueron, en última instancia, infructíferos (Kleiner, 2015, pp. 768-777). No queda duda, no obstante, de que los

“fondos buitres” ejercieron sobre la Argentina un acoso sistemático alrededor del mundo e hicieron valer todo su poder para doblegar la voluntad del gobierno argentino.

Sin embargo, el principal problema para la Argentina se debió a la interpretación seguida por Griesa y los tribunales estadounidenses que revisaron sus sentencias respecto de la cláusula *pari passu* contenida en los bonos. La cláusula implicaba la obligación para el gobierno argentino de pagarles a todos los bonistas de forma igualitaria, lo que significaba, según la lectura de Griesa, que los fondos adjudicados por el Estado para el servicio de la deuda se debían prorratear entre todos los acreedores. El *quid* de la cuestión yacía en cómo esta interpretación de la cláusula *pari passu* interactuaba con la cláusula *RUFO* (“*rights upon future offers*” o “derechos sobreofertas futuras”) de los bonos reestructurados, que vencían recién en 2015. La cláusula *RUFO* tenía el efecto de extender a todos los acreedores los términos más favorables ofrecidos a algunos de los tenedores de bonos. Si los “fondos buitres” que demandaron al Estado conseguían cobrar el valor nominal total de los bonos, entonces, el 91% de los bonistas estarían en condiciones, gracias a la cláusula *RUFO*, de exigirle a la Argentina los mismos términos. Ello implicaría dejar sin efecto las reestructuraciones de 2005 y 2010 y, así, colocar al país en una situación devastadora (Kleiner, 2015, pp. 777-779).

Por otra parte, el juez Griesa dictó una medida cautelar según la cual las entidades financieras que la Argentina utilizaba como intermediarias en los Estados Unidos para pagarles a sus acreedores reestructurados debían congelar los fondos que el Estado depositara. Consideraba que, debido a la cláusula *pari passu*, el gobierno argentino no podía pagarles solamente a los bonistas que habían aceptado la reestructuración con exclusión de los *holdouts*, puesto que ello implicaría un trato discriminatorio a estos últimos. La Argentina consideró que esta resolución vulneraba su inmunidad soberana de ejecución y utilizó todas las instancias recursivas para impugnar la decisión, sin éxito. Como las entidades intermediarias se encontraban obligadas a acatar la manda judicial, los bonistas reestructurados no podían cobrar los fondos depositados por el Estado argentino, lo que lo dejó en una situación de *default*. La Argentina se mantuvo en este estado de cesación de pagos forzado hasta que, en febrero de 2016, ya vencida la cláusula *RUFO*, el nuevo gobierno argentino llegó a un arreglo extrajudicial con los *holdouts* que puso fin a la disputa (Kleiner, 2015, pp. 779-783).

V. Avances desde el caso argentino

Años después del fracaso del proyecto de mecanismo de reestructuración de deuda soberana impulsado desde el FMI, la llamada crisis del euro reavivó el debate, debido a las dificultades de los países menos desarrollados de la Eurozona para refinanciar su deuda externa. Sin embargo, fue el fallo del juez Griesa, con su lectura de la cláusula *pari passu* que impedía a los *holdings* cobrar sus acreencias, la gota que rebalsó el vaso (Destais, 2015). En este contexto, en el período de máxima tensión entre el gobierno argentino y los “fondos buitres”, la República Argentina llevó en 2014 la cuestión a la Asamblea General de la Organización de las Naciones Unidas (AGNU), esperando conseguir el apoyo de la comunidad internacional. No fue ese país, sin embargo, el que presentó el borrador que se convertiría en la Resol. 68/304, sino Sudáfrica, en representación del G77+China. Pese a ello, la Argentina fue, como era esperable, la principal impulsora del proyecto (Destais, 2015). Mediante dicha resolución, hecha a medida de las necesidades del gobierno argentino en aquel momento, la AGNU reconoció la necesidad de crear un marco jurídico para la reestructuración ordenada de deuda soberana en miras al restablecimiento del crecimiento económico del país, libre de actos disruptivos de un sector de los acreedores. Ese mismo año, mediante la Resol. 69/247, la AGNU creó un comité *ad hoc* (Comité Especial de Naciones Unidas sobre los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana), abierto a todos los Estados de la Organización, para que diagramase ese mismo marco jurídico.

El comité comenzó a funcionar en 2015, con el apoyo explícito de los Estados del mundo en desarrollo, de un importante sector de la sociedad civil, y de la oposición más o menos vocalizada de los países más desarrollados. Ni los Estados Unidos ni la Unión Europea se resistían a la iniciativa del marco jurídico para las reestructuraciones. Sin embargo, se oponían a que el tema se tratase en las Naciones Unidas, y prefirieron al FMI, en su carácter de organización técnica especializada, como foro natural para discusiones sobre esa materia. Tal postura resultaba predecible, toda vez que el sistema de voto ponderado y la opacidad de las reuniones de los órganos del FMI les permitía ejercer un grado de injerencia mucho mayor sobre las decisiones a adoptarse. Dentro del comité, las ideas comenzaron a fluir. Por ejemplo, la Argentina propuso que los procesos de reestructuración fuesen presididos por un “Comité de Supervisión” integrado por el Estado deudor y otras dos naciones y que hubiera plazos para las distintas etapas del procedimiento (Ellmers, 2015).

El trabajo del comité había comenzado a dar sus frutos cuando en septiembre de 2015 se adoptó, a partir de su informe, la Res. AGNU 63/319: “Principios básicos sobre los Procesos de Reestructuración de Deuda Soberana”. Pese a la persistente oposición de los Estados Unidos y la Unión Europea, la resolución adoptada pudo declarar nueve principios rectores para los procesos de reestructuración, que receptaban la posición esgrimida por los Estados deudores: soberanía, buena fe, transparencia, imparcialidad, equidad de trato, inmunidad soberana, legitimidad, sostenibilidad y reestructuración por mayoría (Bagchi, 2015).

La buena fe, como principio, puede tener una interpretación amplia: podría plantearse como un obstáculo para los bonistas que busquen llevar adelante actitudes abusivas o disruptivas, como hacer el denominado “*holding out*” e, incluso, podría obligarlos a renunciar a reclamos sobre “deuda odiosa”.² La transparencia se encuentra relacionada con la obligación de las partes de compartir información relevante, y su importancia reside en casos como el de la crisis de Grecia, que ocultó durante años sus cifras reales de deuda externa. La mención a la inmunidad soberana refiere tanto a la inmunidad de jurisdicción como a la de ejecución, cuyas excepciones deben ser interpretadas de forma restrictiva. Dicha directriz buscaba poner un freno a las actitudes confrontativas consistentes en demandar al Estado deudor simultáneamente en varios foros del mundo a modo de acoso, lo que puede obstruir los procesos de reestructuración. Empero, el corazón de la resolución se encuentra en su último principio: la reestructuración por mayoría, cuya idea central es que el proceso de reestructuración no puede verse obstaculizado por una “minoría no representativa de acreedores” que se oponga a la voluntad de una mayoría calificada (Bagchi, 2015).

No debe soslayarse, sin embargo, que a pesar de que la Res. 63/319 obtuvo el contundente apoyo de 136 votos a favor, 6 en contra y 41 abstenciones, en muchos de esos votos faltantes era donde yacía el verdadero poder material que la resolución necesitaba para tener un impacto real. Estados como Alemania, Japón, Canadá, Israel, el Reino Unido y los Estados Unidos se manifestaron fuertemente en contra de la

² La doctrina de la “deuda odiosa” fue formulada originalmente por el jurista ruso Alexander Nahum Sack y, con posterioridad, desarrollada por otros autores. Plantea que, cuando un régimen despótico asume una deuda en contra del interés del pueblo (para reprimir a la población, solventar guerras injustas, fortalecer su propio poder, etc.), la deuda debe considerarse “odiosa”. Tal deuda, según la doctrina, no debería imputársele al Estado como tal, sino al régimen de turno, y debería extinguirse con su caída (Alterini, 2009).

iniciativa. De hecho, salvo Islandia, ninguno de los Estados cuyas economías fueron calificadas por el FMI como “avanzadas” votó a favor de la resolución. Esta situación evidencia una profunda grieta ideológica entre los Estados más desarrollados – generalmente, de donde proceden los acreedores– y los menos desarrollados –los más susceptibles a “defaultear” su deuda. Lamentablemente, por más que una rotunda mayoría haya endosado los principios declarados, no se ha conseguido el crucial apoyo de los gobiernos con mayor injerencia en las finanzas globales, lo que denota un panorama poco esperanzador para los proponentes de un cambio sustancial (Sall, 2015).

Sin perjuicio de que la declaración de principios fue un hecho de suma importancia, no debe perderse de vista dos cuestiones fundamentales. En primer lugar, las resoluciones de la AGNU no son disposiciones jurídicas vinculantes.³ Aunque en muchas oportunidades se haya reconocido que estas pueden reflejar la costumbre internacional a través de la expresión de la *opinio iuris* de la comunidad internacional (Higgins, 1963, p. 5), difícilmente podría decirse lo mismo del presente caso, cuando tantos Estados han verbalizado su descontento con los principios pronunciados. En segundo lugar, debe destacarse que el objetivo principal del comité *ad hoc* no era redactar los principios que se terminaron adoptando, sino que su fin último era mucho más ambicioso: crear un régimen jurídico que sirviera de marco para la reestructuración de la deuda. Puede que el conjunto de principios haya sido necesario como un presupuesto que sirva de base para encarar la diagramación del marco jurídico, pero lo cierto es que esta tarea cardinal no ha sido cumplida, y el comité no se ha vuelto a reunir desde que la Res. 63/319 fue aprobada.⁴ Es decir, la labor más importante encomendada al comité ha quedado inconclusa y no parece haber señales de que sea retomada a la brevedad.

Más allá de que las omisiones del comité podrían describirse como un “fracaso”, economistas como Guzmán y Stiglitz han imaginado regímenes jurisdiccionales y cuasijurisdiccionales para implementar el marco jurídico que nunca fue esbozado oficialmente. Por una parte, podría pensarse en un “tribunal internacional de quiebras” creado por un tratado internacional, al que los Estados otorguen voluntariamente la

³ Debe aclararse que algunos autores sostienen que los enunciados contenidos en las resoluciones de la AGNU pueden encarnar una suerte de ordenamiento jurídico de normatividad intermedia, conocido como *soft law*. No obstante, estas ideas son fuertemente resistidas por sectores significativos de la doctrina y de la comunidad internacional (Barberis, 1994, pp. 282-288).

⁴ Como puede observarse en el sitio oficial de la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD), el último documento adoptado por el comité fue publicado el 27 de abril de 2015. Disponible en <https://unctad.org/en/Pages/GDS/Sovereign-Debt-Portal/Sovereign-Debt-Portal.aspx>.

competencia para entender en cuestiones de la deuda soberana que emitan y a cuya jurisdicción queden sometidos. Por otra parte, hay quienes proponen una comisión que supervise las negociaciones, oficie como mediador entre el Estado y sus acreedores, y se manifieste respecto de la razonabilidad de las propuestas emitidas por el soberano deudor. En cualquier caso, el marco jurídico a elegir deberá contemplar ciertas reglas presentes en los regímenes concursales internos: la fijación de plazos, la suspensión de los otros procesos contra el deudor, la toma de decisiones por mayoría calificada de acreedores, etc. Asimismo, deberá ser respetuoso de la soberanía estatal y las inmunidades soberanas (Guzmán y Stiglitz, 2016, pp. 20-24).

Mientras que la idea de crear un marco institucional para los procesos de reestructuración de deuda consiguió el respaldo de prestigiosos economistas como Stiglitz y Piketty, el proyecto también tuvo sus detractores. Quienes se oponen a procesos institucionales de reestructuración sostienen que es posible lograr los mismos resultados con esquemas contractuales mediante la inclusión de las ya mencionadas cláusulas CAC. Sin embargo, este enfoque no hace nada para resolver los litigios resultantes de bonos ya emitidos sin esa cláusula, de bonos de diferentes tiradas o de aquellos emitidos bajo distintas jurisdicciones. Asimismo, tampoco puede evitar que los “fondos buitres” adquieran suficiente cantidad de bonos como para bloquear cualquier acuerdo entre el Estado deudor y los otros bonistas (Sall, 2015). Dentro del esquema de las soluciones contractualistas, el FMI ha formulado modelos de cláusulas *pari passu* y CAC para su incorporación en bonos futuros, cuya redacción optimizada supuestamente evitaría que se vuelvan a producir abusos como en el caso argentino (Destais, 2015).

Otra alternativa, sugerida por los académicos Guzmán y Stiglitz, consiste en establecer un régimen de *soft law* como respuesta al fracaso de los intentos de asegurar un sistema jurídicamente vinculante. Este sistema podría ser construido sobre los pilares sentados por los principios aprobados en las Naciones Unidas, por lo que se basaría en reglas sociales de conducta aceptadas por los actores de los mercados y no en normas jurídicas, con el objetivo de generar un ambiente más saludable para las interacciones de los deudores y acreedores (Guzmán, 2018). La falta de eficacia jurídica hace que esta opción no sea particularmente atractiva, pero quizás esta debilidad también sea una ventaja, dado que no incentivaría tanta resistencia por parte de los actores involucrados. Incluso un esquema de *soft law* podría ser más deseable que el *statu quo* actual.

Por último, un enfoque novedoso ha sido abordado por algunos autores desde la perspectiva del derecho internacional de los derechos humanos para revertir el daño que la litigación de los *holdouts* provoca en términos de desarrollo al Estado afectado. En particular, ciertos juristas han promovido la idea de que los acreedores privados deben quedar sujetos a obligaciones en materia de derechos humanos, en atención al enorme impacto negativo que aquellos podrían llegar a ejercer sobre la economía del país deudor.⁵ En este sentido, se ha enfatizado la responsabilidad del Estado de preservar los derechos económicos, sociales y culturales de su población, incluido el derecho humano al desarrollo, aun a costa del cumplimiento de sus obligaciones contractuales (Goldmann, 2018, pp. 343-344).

En esta línea de ideas, el Consejo de Derechos Humanos de la ONU creó, en el año 2008, la figura 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. Este cargo se encuentra actualmente ocupado por el argentino Juan Pablo Bohoslavsky. Su mandato incluye la realización de investigaciones analíticas, la presentación de informes anuales ante el Consejo, la visita a países para estudiar los efectos de la deuda externa sobre los derechos humanos, y el diálogo con agencias gubernamentales, entidades financieras, instituciones internacionales de crédito y organizaciones de la sociedad civil. Uno de sus principales logros fue la elaboración, tras rondas de consultas y reuniones de expertos, de un documento sobre los principios rectores de la deuda externa y los derechos humanos, que sirven de directrices para los Estados y las entidades financieras, públicas y privadas. El informe se basa en la identificación de normas vigentes y pretende llamar la atención acerca de las repercusiones negativas que trae aparejada la carga excesiva de la deuda con respecto a los derechos humanos y el desarrollo de los pueblos.

De esta forma, los principios buscan arribar a un equilibrio adecuado entre los compromisos de los Estados para con sus acreedores y sus obligaciones internacionales en materia de derechos humanos, de manera tal que la ejecución de los programas de pago de deuda no menoscabe la realización de los derechos económicos, sociales y

⁵El Consejo de Derechos Humanos de la ONU ha destacado la vinculación entre la deuda externa y el pleno disfrute de los derechos humanos, especialmente el derecho al desarrollo, en su Resol. 20/10. Disponible en <https://www.right-docs.org/doc/a-hrc-res-20-10/>.

culturales.⁶ No obstante, las prioridades subyacentes en el enfoque de los derechos humanos pueden resultar muy ajenas a la lógica con la que normalmente operan los mercados internacionales de crédito. Por esta razón, se percibe que su implementación sería muy complicada en el contexto actual.

VI. Conclusiones

La colocación de bonos de moneda extranjera en mercados bursátiles de todo el mundo es una excelente oportunidad para los gobiernos, ya que expande las fuentes de financiamiento y diversifica los riesgos de los inversores. Sin embargo, también trae aparejados costos enormes de transacción para el Estado emisor y para los bonistas, si llegase a acontecer el indeseable escenario de que el primero pierda la capacidad para hacer frente a sus obligaciones. La correcta y ordenada conducción de los procesos de reestructuración de deuda soberana no solamente beneficiaría al Estado deudor (y a todas aquellas personas que dependen de la reactivación de la actividad económica de un país en crisis), sino también a los acreedores. Ningún bonista terminaría beneficiándose de un Estado cada vez más endeudado y con menos perspectivas de reencausar su crecimiento. Ello, sin perjuicio del desamparo en que quedarían los habitantes de ese país, y de las repercusiones que tan dramática situación tendría sobre el comercio internacional y la economía global.

Es posible la diagramación de un marco jurídico para los procesos de reestructuración que sea a la vez respetuoso de los derechos patrimoniales de los acreedores y de las necesidades macroeconómicas de los Estados deudores. Una vez activo un mecanismo que permita que los bonistas estén seguros de que no serán castigados por otorgar concesiones al Estado para que reestablezca la sustentabilidad de su deuda, se lograrán resultados más justos y provechosos para todos los actores involucrados. La actual anarquía promueve incentivos perversos y estimula la aparición de polizones y especuladores, premiando sus prácticas disruptivas con ganancias estrafalarias. De perpetuarse este modelo, puede vislumbrarse en un futuro no lejano que las negociaciones con los acreedores, aun con aquellos que pretendan actuar de

⁶ El informe que contiene los principios rectores fue aprobado por el Consejo de Derechos Humanos mediante su Resolución 20/23, disponible en <https://www.undocs.org/es/A/HRC/20/23>. El mandato del Experto Independiente fue aprobado por Resolución 25/16, disponible en <https://undocs.org/A/HRC/Res/25/16>.

buena fe, serán más extensas y costosas; y los *defaults*, inexorablemente, terminarán siendo más frecuentes y prolongados. Irónicamente, ni siquiera los “fondos buitres” terminarían cobrando sus acreencias si su *modus operandi* se generalizara.

La reestructuración de la deuda, tal como lo ha sostenido la Asamblea General en su declaración de 2015, debe ser ordenada y justa, pero también respetuosa de la soberanía estatal y edificada sobre la fuerza vinculante de las decisiones tomadas por una mayoría calificada de acreedores. Organizar un esquema de esta clase mediante el diseño de cláusulas contractuales incorporadas a los bonos sería un comienzo, pero estaría lejos de brindar una verdadera solución. Las propuestas contractualistas no resuelven el problema de una deuda emitida bajo distintas leyes y en diferentes tipos de instrumentos. Todo indica que la verdadera salida a la problemática planteada en el presente artículo reside en el diseño e implementación de un mecanismo institucional de fuente internacional, operado por autoridades imparciales en procedimientos transparentes, que recepte la noción de universalidad pasiva presente en los ordenamientos concursales internos. Quizás, algún día, el proyecto que el comité *ad hoc* dejó inconcluso sea retomado por quienes tengan la intención de plasmar en la realidad lo que quedó esbozado en el título de la Res. 68/304 de 2014: “Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana”.

VII. Bibliografía

- Alterini, A. A. (2009). La injusticia de la deuda externa. *Revista Persona*, 77. Extraído de https://ar.ijeditores.com/articulos.php?idarticulo=48370&print=1#indice_5.
- Antonoff, R. (2013). Out-Of-Court Debt Restructuring and the Problem of Holdouts and Free Riders. *Corporate Counsel Business Journal*. Extraído de <https://ccbjournal.com/articles/out-court-debt-restructuring-and-problem-holdouts-and-free-riders>.
- Bagchi, K. (8 de octubre de 2015). UN General Assembly resolution on Basic Principles on Debt Restructuring Processes: a first step towards a global state bankruptcy regime?. *Euro Crisis in the Press, London School of Economics and Political Science*. Extraído de <https://blogs.lse.ac.uk/eurocrisispress/2015/10/08/un->

general-assembly-resolution-on-basic-principles-on-debt-restructuring-processes-a-first-step-towards-a-global-state-bankruptcy-regime/.

- Baglioni, A. y Bordignon, M. (2019). Regulating sovereign debt restructuring in the Eurozone. *Econpol Policy Report*, 3(1), 32-38.
- Barberis, J. A. (1994). *Formación del derecho internacional*. Buenos Aires: Ábaco Rodolfo de Palma.
- Beker, V. A. (2019). ¿De qué hablamos cuando hablamos de deuda externa?. *Boletín del Centro de Estudios de la Nueva Economía de la Universidad de Belgrano*, 187. Extraído de <http://repositorio.ub.edu.ar/handle/123456789/8825>.
- Bolton, P. y Skeel, D. A. (2007, diciembre). Time to Rethink Sovereign Bankruptcy: A New Role for the IMF?. *Initiative for policy dialogue (IPD) Working paper series*.
- Bredenkamp, H., Hausmann, R., Pienkowski, A. y Reinhart, C. (2018). “Challenges ahead”. En S. A. Abbas, A. Pienkowski y K. Rogoff (Eds.), *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Washington, EE.UU.: IMF.
- Buchheit, L. (2013). Sovereign debt restructurings: the legal context. *Bank of International Settlements Papers*, 72, pp. 107-111.
- Buchheit, L., Chabert, G., DeLong, C. & Zettelmeyer, J. (2018). “The Sovereign Debt Restructuring Process”. En S. A. Abbas, A. Pienkowski y K. Rogoff (Eds.), *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Washington, EE.UU.: International Monetary Fund.
- Bulow, J. y Rogoth, K. (2015). “Why sovereigns repay debts to external creditors and why it matters”. *Vox CEPR Policy Portal*. Extraído de <https://voxeu.org/article/why-sovereigns-repay-debts-external-creditors-and-why-it-matters>.
- Destais, C. (2019). Lessons from history and the literature. *Econpol Policy Report*, 3(12), 25-31.
- Destais, C. (24 de septiembre de 2015). Sovereign debt restructuring: alternative solutions. *CEPII le blog*. <http://www.cepii.fr/blog/en/post.asp?IDcommuniqu=399>.
- Ellmers, B. (2015). “While the EU debt negotiations are stuck, the UN lays foundations for a better debt restructuring framework”. *European Network on Debt and Development*.
Extraído de <https://eurodad.org/Entries/view/1546349/2015/02/19/While-the-EU-debt->

negotiations-are-stuck-the-UN-lays-foundations-for-a-better-debt-restructuring-framework.

- Goldmann, M. (2018). Public and private authority in global setting: The example of sovereign debt restructuring. *Indiana Journal of Global Legal Studies*, 25(1), 331-364.
- Guzmán, M. (23 de julio de 2018). Ending the Wild West of Sovereign Debt Restructuring. *Institute for New Economic Thinking*. Extraído de <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/ending-the-wild-west-of-sovereign-debt-restructuring>.
- Guzman, M. y Stiglitz, J. E. (2016). "Creating a framework for sovereign debt restructuring that works". En M. Guzman, J. A. Ocampo y J. E. Stiglitz (Eds.), *Too little, too late* (pp. 3-32). Nueva York: Columbia University Press.
- Higgins, R. C. (1963). *The Development of International Law Through the Political Organs of the United Nations*. Oxford: Oxford University Press.
- Kamenis, S. D. (2014). Vulture Funds and the Sovereign Debt Market: Lessons from Argentina and Greece. *Crisis Observatory*, 13.
- Kleiner, C. (2015). Les affaires relatives à la dette souveraine argentine: Un contentieux collectif et transnational en quête de règles et de tribunal. *Annuaire Français de Droit International*, 61, 751-783.
- Krueger, A. O. (2002). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. International Monetary Fund.
- Paliouras, V. (2017). The Right to Restructure Sovereign Debt. *Journal of International Economic Law*, 20(1), 115-136.
- Porzecansky, A. C. (2014). "Borrowing and debt: how do sovereigns get into trouble?". En R. Lastra y L. Buchhait (Eds.), *Sovereign Debt Management* (pp. 309-329). Oxford: Oxford University Press.
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2009). *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Nueva Jersey, EE.UU.: Princeton University Press.
- Ruiz-Cerutti, S. (2015). The UNCLOS and the Settlement of Disputes. En Del Castillo, L. (ed.), *Law of the Sea, from Grotius to the International Tribunal of the Law of the Sea* (pp. 713-722). Brill Nijhoff.

Sall, O. (2015). “‘Yeas’ and ‘Nays’: On (Some of) the Disagreements Over the U.N. Resolution on Sovereign Debt Restructuring”. *Columbia Journal of Transnational Law (Bulletin)*. Extraído de <http://jtl.columbia.edu/yeas-and-nays-on-some-of-the-disagreements-over-the-u-n-resolution-on-sovereign-debt-restructuring/>.