

# ¿Gobernanza financiera?: comparación de las matrices políticas de las que emergieron las CACs 2003 y 2014

FINANCIAL GOVERNANCE?: COMPARISON OF THE POLITICAL MATRICES FROM WHICH  
 EMERGED THE CACS 2003 AND 2014

GOVERNANÇA FINANCEIRA?: COMPARAÇÃO DAS MATRIZES POLÍTICAS DAS QUAIS EMERGIRAM  
 AS CACS 2003 E 2014

Alejandro Manzo<sup>1</sup>

## Resumen

El discurso de la gobernanza fomenta la producción de modalidades regulativas de alcance global a partir de lógicas diferentes a la del mercado y a la del Estado. Los promotores de los modelos de Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) de 2014 señalaron que la matriz política que los diseñó se construyó en buena medida sobre la base de la experiencia de la reforma contractual precedente (2001-2003); ahora bien, también advirtieron de su carácter innovador. Este artículo compara las matrices políticas de las que emergieron las CACs 2003 y 2014 mostrando quiénes participaron en ellas y cómo se articularon. El análisis muestra empíricamente que en ambos procesos se involucraron prácticamente los mismos agentes, aunque a partir de una dinámica de cooperación diferente: los rasgos típicos-ideales de la gobernanza se visualizan más en la segunda que en la primera experiencia. Sin embargo y a contramano de lo que postulan sus promotores, se argumenta que se trata en los dos casos de formas de gobernanza imperfecta que excluyen estratégicamente de los procesos de producción de estas normativas globales a aquellos agentes con potencialidad para disputar el poder a las elites que dominan el mercado de deuda soberana desde la década de los años 1970/1980.

## Palabras clave

Gobernanza; deuda soberana; Fondo Monetario Internacional (FMI); Cláusulas de Acción Colectiva (CACs); cláusulas *pari passu*.

## Abstract

*The governance discourse encourages the production of regulative modalities of global scope from different logics from that of the market and of the state. The promoters of the Collective Action Clauses (CACs) models of 2014 recognized that the political matrix from which these models emerged was largely constructed over the basis of the contractual reform previous experience (2001-2003); but also, they warned of its innovative nature. This article compares the political matrices from which the CACs 2003 and 2014 emerged showing who participated in them and how their participants were articulated. The analysis shows empirically that in both processes were involved practically the same agents, albeit by means of a different cooperation dynamics: the typical-ideal characteristics of governance can be visualized in the second experience more than in the first one. However, and contrary to what its proponents postulate, it is argued in this paper that the two cases put in movement imperfect governance forms that strategically exclude from the processes of production of these global norms those agents with potential to dispute the power of the elites that dominate the sovereign debt market since the 1970s/1980s.*

**Keywords**

*Governance; sovereign debt; International Monetary Fund (IMF); Collective Action Clauses (CACs); pari passu clauses.*

**Resumo**

*O discurso da governança fomenta a produção de modalidades regulatórias de alcance global por meio de lógicas diferentes daquelas do mercado e do Estado. Os promotores dos modelos de Cláusulas de Ação Coletivas (CACs) de 2014 indicaram que a matriz política que projetou tais modelos foi construída em grande medida com base na experiência de reforma contratual anterior (2001-2003); contudo, eles também advertiram seu caráter inovador. Este artigo compara as matrizes políticas das quais emergiram as CACs 2003 e 2014, mostrando quem participou delas e como se articulou. A análise mostra empiricamente que em ambos os processos estavam envolvidos, praticamente, os mesmos agentes, embora a partir de uma dinâmica de cooperação diferente: as características típicas/ideais da governança se exibem mais na segunda do que na primeira experiência. No entanto, e contrariamente ao que postulam seus promotores, argumenta-se que se trata, nos dois casos, de formas de governança imperfeitas, que excluem estrategicamente dos processos de produção dessas regulamentações globais aqueles agentes com potencialidade de desafiar o poder das elites que dominam o mercado de dívida soberana desde as décadas de 1970/1980.*

**Palavras-chave**

*Governança; dívida soberana; Fundo Monetário Internacional (FMI); Cláusulas de Ação Coletiva (CACs); cláusulas pari passu.*

## INTRODUCCIÓN

Los modelos contractuales de deuda soberana son difíciles de cambiar. Si bien la proclividad a la estabilidad suele ser un rasgo común de las prácticas sociales una vez que estas se institucionalizan, en el caso de estos tipos de contratos tal proclividad adquiere rasgos específicos asociados a la particular volatilidad del capital financiero. En este campo, los expertos económicos calculan los costos adicionales en el financiamiento que podrían desprenderse de una modificación de una cláusula que facilite las reestructuraciones de los Estados deudores y los expertos legales tienden a redactarlas ciñéndose a modelos pre-configurados de ellas (GULATI; GELPNER, 2006; WEIDEMAIER; GULATI, 2013).

En los últimos años, se produjeron dos grandes movimientos de cambio que frenaron esta suerte de inercia. El primero se activó a mediados de 2001. Los bonos emitidos durante los años 1990 bajo ley de Nueva York incluían una cláusula de consentimiento unánime que tornaba prácticamente inviable la reestructuración de una deuda soberana con un universo de

acreedores cuantioso y heterogéneo, como era el caso de la deuda argentina por entonces próxima al *default*. En este contexto, se propuso sustituir estas cláusulas por las denominadas Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) que ordenan estos procesos a partir de hacer vinculante al consentimiento de la mayoría de los acreedores el de la minoría disidente. El segundo se activó a principios de 2013 teniendo como telón de fondo la crisis financiera global y, en particular, las vicisitudes del litigio argentino en Nueva York.<sup>1</sup> En este escenario, los modelos de CACs creados a principios del siglo XXI demostraron ser vulnerables al tiempo de lidiar contra agentes especializados en la compra de bonos de alto riesgo y con estrategias de negocio dirigidas a obtener dividendos en situaciones de zozobra económica de los Estados deudores. El nuevo *round* de reformas activado presentó a mediados de 2014 nuevos modelos de CACs, denominados comúnmente como modelos-ICMA (IMF, 2014b; MAKOFF; KAHN, 2015).

Estos modelos constituyen modalidades regulativas de verdadero alcance global. A partir de 2003, las CACs, comenzando con la experiencia de México en febrero de dicho año, se esparcieron rápidamente por todo el planeta. Desde 2005 hasta 2013 solo 5 de las 211 emisiones de bonos realizadas bajo ley de Nueva York no incluyeron CACs (RANIERI, 2015, p. 264). El informe de 2017 del FMI sobre el grado de difusión de las CACs-2014 mostró, por su parte, que, al 31 de octubre de 2016, 49 países de los 5 continentes habían utilizado los nuevos modelos propuestos en 154 emisiones de bonos internacionales (IMF, 2017, p. 3).

La producción de estas modalidades regulativas globales sigue una lógica diferente a la del ámbito interno de los Estados nación. En el campo financiero la caída del acuerdo de *Bretton Woods* a principios de los años 1970 modificó los arreglos institucionales que encausaban las relaciones de poder a nivel global después de la Segunda Guerra Mundial. En este escenario, la instauración de un régimen de reestructuraciones durante la crisis de la deuda externa de los años 1980 trajo aparejada la configuración de una nueva “matriz política” — en términos de Sousa Santos (2005, p. 4)— que articuló de manera novedosa a las economías avanzadas de occidente, primordialmente a través del G-7, a los grandes bancos comerciales, agrupados en función de la crisis en asociaciones representativas de su posición acreedora y, finalmente, a las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs), encargadas en la práctica de operacionalizar este régimen frente a situaciones concretas de insustentabilidad de deudas soberanas (BOUGHTON, 2001).

A principios del siglo XXI, las bases estructurales que sustentaban esta matriz política comenzaron a ser tensionadas. En términos de los agentes actuantes en el mercado de deuda soberana, estas tensiones se manifestaron al menos en las siguientes dimensiones: 1) En la crisis de legitimidad de las IFIs. A finales de los 1990, sus principales accionistas revisaron

...

1 *NML Capital Ltd. vs Republic of Argentina* (NML), *US District Court of New York* (12-105-cvL, 2010-2016).

la participación de estas instituciones en las crisis financieras de los países emergentes y, en particular, entraron en pugna por su política de financiamiento (MELTZER, 2000; BOUGHTON et al., 2014). 2) En el universo de agentes privados actuantes en este mercado que se multiplicó y diversificó. El paso de un mercado liderado por contratos sindicados y de financiamiento directo en los 1980 a un mercado dinámico de bonos soberanos y derivados en los años 2000 supuso la emergencia de nuevos agentes con prácticas especializadas en su operatoria. Los bancos comerciales líderes encontraron competencia en estos agentes y, al mismo tiempo, readaptaron su organización y dinámica a las nuevas características del mercado (KRUEGER; HAGAN, 2005). 3) En el peso creciente de las voces disidentes al equilibrio de poder existente. Estas voces provinieron de una parte de los países emergentes en ascenso en la economía global, pero también de un conjunto de agentes no estatales que, desde lógicas y cosmovisiones diferentes a la del *homo economicus*, asociaron la noción de deuda soberana a las reivindicaciones de la agenda del Desarrollo y/o a la de los Derechos Humanos (BOHOSLAVSKY, 2016).

Estas tensiones plantean nuevos desafíos al tiempo de gestionar problemas financieros globales. La articulación política de una pluralidad de agentes con estructuras, capitales e intereses diversos no está *a priori* garantizada en el mercado de deuda soberana por el ejercicio de un poder soberano centralizado ni por una coalición de poderes soberanos. La “soberanía”, como forma de gobernabilidad con eje en relaciones jerárquicas y verticales del/os Estado/s para con el resto de los agentes actuantes en este universo social, ha entrado en crisis en la era de la globalización financiera (DE ANGELIS, 2003). La pretensión originaria de sus promotores de sustituirla por una forma de gobernabilidad centrada en la lógica autorregulativa del propio “mercado” fue puesta en tela de juicio con el estallido de sucesivas crisis sistémicas. A partir de los años 1980 y con especial énfasis desde mediados de los 1990, las IFIs —entre otros agentes destacados de este mercado— abogan por la gestión de los problemas financieros globales a partir de una forma de gobernabilidad diferenciada de la del Estado y de la del mercado: la “gobernanza” (DE ANGELIS, 2003; WILCZY, 2011).

La gobernanza, entendida específicamente como fuente o matriz política generadora de modalidades regulativas globales,<sup>2</sup> no es sinónimo de cooperación, sino, más bien, es una forma particular de organizar la cooperación en ausencia de un gobierno global

...

2 De Angelis, cuyos desarrollos 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 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, p. 2). Este artículo se centra en este último sentido.

centralizado.<sup>3</sup> En efecto, en la gobernanza la cooperación se ordena a partir de “mesas redondas”, lo que implica, al menos, las siguientes cualidades típicas-ideales: 1) una descentralización de la gestión de asuntos comunes en los propios actores imbuidos —y, como tales, interesados y con conocimiento específico— en el espacio social en los que dichos asuntos acontecen; 2) una participación clave de agentes de la sociedad civil y del mercado, junto a agentes gubernamentales, en lo que a la definición del contenido de la modalidad regulativa a crear se refiere; 3) una adhesión voluntaria de estos agentes a la mesa redonda conformada y desde allí, a las reglas-marco a través de las cuales esta ha sido convocada y que definen —en términos pragmáticos— el objetivo de su conformación; 4) una relación horizontal entre los agentes participantes. Estos se convierten en “socios” en la gestión de la problemática observada, lo que importa, por un lado, suponer que van juntos —se enganchan— en su solución, pero lo hacen, por otro lado, sin perder su autonomía y/o subordinarse los unos con respecto a los otros; 5) una modalidad regulativa que emerge de la confluencia de las voluntades individuales de los agentes involucrados en la mesa; esto es, el producido por la matriz activada supone una verdadera “acción colectiva”.<sup>4</sup>

Las experiencias de las CACs 2003 y 2014 constituyen un escenario particularmente fértil al momento de analizar empíricamente cómo se producen las normas en el campo financiero global: en primer lugar, porque posibilitan observar la manera en la cual los agentes líderes del mercado de deuda soberana se articulan en casos concretos a estos efectos y, en segundo lugar, en cuanto son proclives a la comparación en tanto existe entre ellas un hilo conductor. En efecto, los promotores de las CACs-2014 señalaron que la matriz política conformada para redactarlas se sustentó en buena medida en la experiencia precedente; ahora bien, también advirtieron de su carácter innovador (SOBEL, 2016; GELPNER, 2014; HAGAN, 2014). Cabe consecuentemente preguntarse: ¿cuáles son los rasgos de continuidad y cambio entre una y otra matriz política? Y más relevante aún, teniendo en cuenta el peso

...

- 3 La aclaración cobra sentido porque destacados autores de la literatura especializada utilizan la palabra gobernanza para referirse sin más a la necesidad de gestionar problemas financieros globales de manera cooperativa o multilateral (esto es, no de forma individual o unilateral) (WILCZY, 2011; BOUGHTON; BRADFORD, 2007). La cooperación o la multilateralidad en el ámbito transnacional ha existido en mayor o menor medida desde el origen mismo del campo financiero moderno. Este artículo piensa la gobernanza como una forma específica de gobernabilidad asociada a las particulares características de la globalización financiera de las últimas décadas (DE ANGELIS, 2003; SOUSA SANTOS, 2005; IVES, 2015).
- 4 Estos cinco rasgos típicos-ideales de la noción de gobernanza como matriz o fuente generadora de modalidades regulativas fueron construidos por el autor en base a los desarrollos de De Angelis (2003) y Sousa Santos (2005). Corresponde aclarar que este trabajo de Sousa Santos se inspira en este punto en buena medida en los desarrollos de De Angelis (SOUSA SANTOS, 2005).

del discurso de la gobernanza en este campo: ¿cuál de estas experiencias se acerca más al tipo ideal de gobernanza brevemente delineado y por qué?

Este artículo procura comparar las matrices políticas de las que emergieron las CACs 2003 y 2014 mostrando quiénes —por qué y bajo qué rol— participaron en ellas y prestando especial atención a la manera en la cual estos agentes se articularon entre sí. A tal fin, utiliza como fuente principal de datos los informes y resoluciones oficiales de las instituciones involucradas en estas experiencias<sup>5</sup> y un conjunto de trabajos redactados por los propios participantes en ellas y, como tales, por observadores directos de sus acontecimientos.<sup>6</sup> Esta fuente de datos posibilita identificar los principales hechos que definieron la dinámica de estas matrices y, consecuentemente, reconstruirlas en su devenir histórico. Esta reconstrucción y el artículo en sí mismo se organizan en términos de un “juego” de agentes en competencia por definir la dirección y el contenido de los cambios impulsados (BOURDIEU, 2008); estos agentes se posicionan en tres grandes grupos según si pertenecen o no a la estructura del Estado (gubernamentales/no gubernamentales) o conforman entes supra o intergubernamentales que se reproducen a nivel transnacional.

El análisis muestra que la diferencia entre la primera y la segunda matriz política no se encuentra tanto en los agentes que las compusieron —que en términos generales son los mismos—, sino más bien en la distinta manera en la cual ellos interactúan, en particular con los agentes del sector privado. Efectivamente, mientras que en la experiencia de las CACs-2003 la dinámica de la cooperación entre los gobiernos de las economías avanzadas, las IFIs y las asociaciones del capital privado se materializa a partir de una red no totalmente planificada de contactos más o menos formales e informales, en la de las CACs-2014 se organiza desde el inicio a partir de una “mesa redonda”. Ahora bien y a contramano de lo que postulan sus promotores,<sup>7</sup> se argumenta que ambos procesos ponen en movimiento formas de gobernabilidad limitadamente democráticas en las que interactúan casi exclusivamente agentes dominantes del campo financiero, o si se quiere, en las que se excluye estratégicamente a aquellos agentes imbuidos en el mercado de deuda soberana con potencialidad de disputar el equilibrio de poder existente en este campo.

...

5 Ver apartado: Informes y documentos citados.

6 Entre otros, se tienen en cuenta en relación a las CACs 2003 los trabajos de Taylor (2002, 2002a, 2004), Quarles (2010), Gulati-Gelpner (2006) y Chamberlin (2010), y en relación a las CACs-2014 los de Hagan (2014), Gelpner (2014), Makoff-Kahn (2015), Sobel (2016), DeLong-Aggarwal (2016) y Gelpner-Heller-Setser (2015).

7 Los artículos que se enumeran a continuación coinciden en presentar a las modelos de CACs 2003/2014 como el resultado de un esfuerzo de cooperación horizontal, particularmente inclusivo y amplio: Quarles (2010), Gulati-Gelpner (2006), Chamberlin (2010), Hagan (2014), Gelpner (2014), Makoff-Kahn (2015), Sobel (2016), DeLong-Aggarwal (2016) y Gelpner-Heller-Setser (2015).

## I LAS MATRICES POLÍTICAS DE LAS QUE EMERGIERON LAS CACS 2003 Y 2014 EN TÉRMINOS DE UN JUEGO DE AGENTES: LA PARTICIPACIÓN DEL SECTOR OFICIAL, PRIVADO Y TRANSNACIONAL

Pese a la multiplicidad de situaciones de insustentabilidad de deudas soberanas, no existe una ley de quiebra internacional. Esto no implica suponer que no exista un “régimen” de reestructuraciones que se construye en torno a módulos según la naturaleza de los acreedores involucrados en dichas situaciones (GELPERN, 2016). Desde la década del 1970, su módulo principal —es decir, aquél dirigido a ordenar las relaciones entre un Estado deudor y sus acreedores privados— se erige alrededor del FMI. En términos generales, cuando un Estado en los años 1980 deseaba reestructurar su deuda suscribía un programa financiero con dicho organismo. Este programa suponía un verdadero “plan de reestructuración” en el que se tasa-ba 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 desembolsos del paquete financiero que lo acompañaría (BOUGHTON, 2001).

Este régimen fue puesto bajo presión en los años 1990. Ya en 1995 el G-7 advirtió de sus posibles limitaciones al tiempo de enfrentar la nueva dinámica de las crisis financieras de los países altamente endeudados y conformó un Grupo de Trabajo dirigido a explorar alternativas para modificarlo/sustituirlo (G-10, 1996). Sin embargo, desde entonces y hasta principios del siglo XXI, estas alternativas no fueron puestas en práctica. Las CACS 2003 y 2014 son tal vez la parte más visible de un conjunto de reformas tendientes a adaptarlo a las características del mercado financiero post-Brady. Su construcción, como se ve a continuación, supuso un enorme desafío político para “la pequeña comunidad de banqueros de élite, abogados y funcionarios gubernamentales que gobernaban [por entonces] el gallinero” (GULATI; GELPNER, 2006, p. 67).

### I.1 AGENTES GUBERNAMENTALES

En ambas experiencias y como sucediese en otras semejantes a lo largo de la historia reciente del mercado de deuda soberana (vgr. Plan Baker/Brady), el Tesoro Norteamericano ocupó el lugar central en el proceso de reforma.

El punta pie inicial del que emergerían las CACS-2003 suele situarse en el segundo semestre de 2001. Por entonces, sin el apoyo financiero del sector oficial de las economías avanzadas, Argentina parecía encaminarse al *default* más cuantioso de la historia global. Las autoridades estadounidenses recién asumidas pretendían activar un nuevo enfoque para lidiar con las crisis financieras en cuyo núcleo se ubicaba, precisamente, un recorte de los paquetes financieros con destino a los países altamente endeudados. El problema es que los contratos de emisión de bonos soberanos post-Brady tornaban prácticamente imposible una reestructuración de una deuda soberana en *default*. La reunión de setiembre de 2001 entre las autoridades del Tesoro Norteamericano y las del FMI —estos encuentros informales ocurrían

aproximadamente cada mes— giró justamente en torno a esta última cuestión. Con el caso argentino en mente, el secretario del Tesoro O’Neill encargó allí a Anne Krueger, la flamante vicedirectora del FMI y anclaje principal del gobierno de Bush en el organismo, la redacción de un mecanismo legal para reestructuraciones que debería estar listo en los meses subsiguientes (QUARLES, 2010, p. 34).

El caso argentino, esta vez atado a su dimensión judicial, estuvo también en el centro de la emergencia de las CACs-2014 (IMF, 2014b). La crisis financiera global había llevado la deslegitimación de las IFIs a su máximo nivel y, paradójicamente, también las había rescatado. Ahora bien, este rescate había sido acordado en el marco de un conjunto de reformas tendientes a empoderar a los Estados emergentes en la Arquitectura Financiera Internacional (AFI), (MARTÍNEZ ROLLAND, 2015). Diversos sectores de las economías avanzadas de occidente veían con recelo este proceso y el congreso estadounidense bloqueó las reformas en la gobernanza del FMI impulsadas por su propio poder ejecutivo (PIIE, 2014). Este poder también había entrado en tensión con su poder judicial. En noviembre de 2012 el Tribunal de Nueva York a cargo del juez Griesa había precisado el contenido de su *injunction* contra Argentina y un mes después la administración de Obama advertía a la Corte de Alzada de los efectos negativos que esta medida podría tener sobre el mercado de deuda soberana y, en particular, sobre el rol preponderante que en éste ejercía la jurisdicción de Nueva York.<sup>8</sup> En este contexto y a diferencia de la experiencia anterior, el Tesoro Norteamericano dejó en claro su oposición al enfoque legal y activó a principios de 2013 un proceso de modificación de los modelos contractuales existentes que buscaba, desde su perspectiva, evitar que dichos efectos de hecho se produjesen (SOBEL, 2016, p. 4).

#### BOX N° 1: ¿Enfoque contractual o legal/estatutario?

El campo de las reestructuraciones de deuda soberana se encuentra atravesado por múltiples debates. La literatura especializada suele presentarlos a partir de posiciones contrapuestas; así aparecen las posiciones: “pro-acreedores vs. pro-deudores», “pro-emergentes vs. pro-desarrollados”, “universalistas vs. *territorialistas*” y “ortodoxos vs. heterodoxos”.

La división “*contractualistas vs. estatutaristas*” es la más difundida en este campo. Estos últimos promueven la redacción de un mecanismo de reestructuración de deuda soberana semejante a los existentes en el ámbito local para regular las quiebras privadas, mientras que los primeros consideran que es posible ordenar eficientemente

(sigue en la próxima página)

8 NML: US Amicus Curiae in Support of Argentina, December 28, 2012, Court of Appeal for the Second Circuit, New York.

estas reestructuraciones a partir de la redacción de cláusulas contractuales estandarizadas que las partes involucradas en una operación de crédito internacional deberán oportunamente incorporar en sus contratos.

La posición *contractualista*, hegemónica en este ámbito, focalizó su atención en las últimas décadas en las CACs. Cuando un Estado no puede honrar sus deudas promueve su refinanciación o reducción. Ahora bien, dicha refinanciación o reducción no puede ser en las actuales circunstancias impuesta a sus acreedores; dicho de otra manera, ningún cambio en los términos originales de un contrato de deuda puede efectivizarse sin que la oferta de reestructuración sea aceptada por ellos voluntariamente. Tratándose de fenómenos que involucran no a uno sino a cientos o miles de acreedores, las CACs buscan organizar su consentimiento de manera colectiva: básicamente, estas cláusulas permiten modificar los términos financieros claves de una deuda específica si la propuesta de modificación recibe el soporte de un porcentaje predeterminado de acreedores (generalmente del 75%).

La posición *estatutarista* entiende que el enfoque contractual es deficiente al tiempo de resolver adecuadamente los problemas de esta clase de reestructuraciones. Propone que una entidad con autoridad o poder político por sobre los agentes privados (el FMI o la ONU, en los últimos intentos) apruebe un mecanismo que regule este fenómeno de forma holística en un solo cuerpo regulativo, cuyas reglas tendrían vigencia de manera simultánea en los espacios en los que dicha entidad ejerciese su autoridad y serían obligatorias para sus destinatarios independientemente de la voluntad de las partes contratantes.

Si bien existen multiplicidad de propuestas *estatutaristas* con contenidos diferentes, es común que ellas se dirijan a: a) asegurar la participación de la comunidad internacional en los eventos de reestructuraciones; b) incluir el involucramiento de un tercero con facultades específicas para operar en ellos; c) estandarizar los procesos de negociación y organizar colectivamente el consentimiento de los acreedores; d) limitar la influencia de las acciones judiciales o semejantes durante la sustanciación de estos procesos; e) establecer reglas de prioridad claras y coherentes.

Fuente: elaboración propia sobre la base de los desarrollos de Manzo (2018) a donde se remite.

La posición originaria del Tesoro Norteamericano en relación al enfoque legal solicitado al FMI se modificó a principios de 2002. En noviembre de 2001, Krueger presentó los principios que informarían su propuesta para reestructuraciones —conocida como SDRM— generando rápidas y enérgicas reacciones por parte de la comunidad financiera (KRUEGER, 2002). Haciéndose eco de las mismas, Krueger hizo pública una segunda versión del SDRM

en abril de 2002 (KRUEGER, 2002a). Ahora bien, ese mismo mes, Taylor, a cargo de la secretaría de asuntos externos del Tesoro Norteamericano, y su nuevo asesor, Quarles, dejarían en claro su inclinación por el enfoque contractual para reestructuraciones. Desde entonces, ambos enfoques —el legal/estatuario y el contractual— entrarían en competencia. En este contexto, Taylor y Quarles iniciaron desde el Tesoro una “campana pro-CACs” (QUARLES, 2010; GULATI; GELPNER, 2006).

Esta campana implicó, en palabras del propio Taylor, un enorme esfuerzo de “diplomacia financiera” (TAYLOR, 2002, p. 2). Este esfuerzo se dirigió a persuadir a los interesados de las bondades de las CACs y a convencerlos de que estas, por un lado, tornaban innecesario la redacción de un mecanismo legal y, por otro lado, constituían una alternativa más deseable que los modelos de cláusulas existentes. Básicamente, esta persuasión se materializó a partir de reuniones y contactos con una multiplicidad de agentes de diferente naturaleza y posiciones en la cadena del mercado de deuda soberana a los que el Tesoro Norteamericano, por su papel líder en este ámbito, tenía acceso. Con ello, este organismo durante el proceso de reforma se convirtió en una suerte de nódulo central del conjunto de reacciones activadas por las crisis financieras de los países emergentes —en particular, por el *default* argentino 2001— y procuró moldearlas de conformidad al enfoque por él pregonado (TAYLOR, 2002; QUARLES, 2010; GULATI; GELPNER, 2006).

En la experiencia de las CACs-2014 el Tesoro Norteamericano también realizó un enorme esfuerzo diplomático, pero a través de una estrategia diferente. Mientras que en los años 2001-2003 el contenido, la modalidad y hasta las propias reuniones/contactos se programaban o definían al calor de los acontecimientos, en los años 2013/4 estos elementos se delinearon desde el principio. En efecto a inicios de 2013 el Tesoro Norteamericano “convino” —en términos de quien lo presidiese— la creación de un Grupo de Trabajo *ad hoc* para la redacción de nuevos modelos de cláusulas contractuales (SOBEL, 2016, p. 4). La acción de convenir implicó en este escenario no solo impulsar la conformación de dicho Grupo, sino también y primordialmente ejercer el papel central en cuanto a la selección de sus integrantes y a la definición de las reglas-marco dentro de las cuales éste operaría. En la práctica, el Grupo cobró vida a partir de reuniones —efectuadas en abril y octubre de 2013, abril de 2014 y, de forma electrónica, a principios de 2014— en las que sus participantes discutían borradores de propuestas redactadas por equipos de expertos por/entre ellos seleccionados (SOBEL, 2016; MAKOFF; KAHN, 2015).

En segundo término, el sector oficial del Reino Unido ocupó un lugar destacado en ambas experiencias. En este sentido debe advertirse que la primera acción de peso de la campana pro-CACs del Tesoro Norteamericano de principios de los años 2000 fue la de trabar una alianza estratégica con este sector: inmediatamente después de hacer pública su adhesión al enfoque contractual, explican Gulati y Gelpner, Taylor viajó a Londres y se reunió con su par británico, Gus O’Donnell, con la intención de presentar un frente conjunto —que incluía a Canadá— en el G-7 tendiente a diluir el apoyo europeo al SDRM (GULATI; GELPNER,

2006, p. 43). Desde la perspectiva británica, las consecuencias de la redacción de un mecanismo legal semejante eran comparativamente más imprevisibles y posiblemente más costosas que aquellas que se desprenderían de la difusión de CACs cuyo uso no constituía un elemento novedoso en su jurisdicción;<sup>9</sup> asimismo, esta alianza actualizaba al caso concreto las relaciones de cooperación históricas entre ambos gobiernos que por entonces lideraban la reacción internacional al atentado de las Torres Gemelas (GULATI; GELPNER, 2006, p. 48). En el núcleo del compromiso sellado entre Taylor y O'Donnell se encontraba un plan de acción que implicaba la conformación inminente de un Grupo de Trabajo para la redacción/recomendación del uso de modelos específicos de CACs (GULATI; GELPNER, 2006; G-10, 2002).

En la experiencia 2013/4 la cooperación entre ambos gobiernos anglosajones fue aún más profunda. Esto es así porque esta no se circunscribió a un esfuerzo de persuasión conjunto sino que ambos gobiernos aparecieron como pares en el proceso de reforma; dicho de otro modo, en este proceso la jurisdicción inglesa fue elevada al nivel de la de Nueva York en tanto se organizó para diseñar modelos de cláusulas con las especificidades propias de estas dos jurisdicciones (IMF, 2014b, p. 6). Desde la posición británica, estos modelos permitirían superar los problemas de acción colectiva detectados en las últimas reestructuraciones; en particular, aquellos observados en el caso griego, en el que el principal porcentaje de bonos internacionales reestructurados habían sido emitidos bajo ley inglesa (IMF, 2013). Este nivel particular de cooperación se tradujo en la práctica en una participación acentuada de los agentes oficiales y expertos legales ingleses en la matriz política encargada de crear y difundir estos modelos (SOBEL, 2016).

En el sector oficial de los países europeos del G-7 se ubicó el soporte principal al enfoque legal entre 2001 y 2003. A finales de los años 1990, estos países se oponían a la amplitud de los paquetes financieros del FMI avalados por el gobierno estadounidense de Clinton, cuyos funcionarios afines se mantuvieron en el organismo aún luego de la asunción de Bush (SCHADLER, 2013; GULATI; GELPNER, 2006). En este escenario, el nombramiento de Krueger como vicedirectora y la presentación del SDRM en 2001 fue visualizada por sus representantes como parte de un mismo movimiento de cambio en la dirección por ellos esperada. Desde allí que su participación en la redacción y difusión de modelos de CACs a partir de mediados de 2002 deba entenderse no como un viraje en su orientación precedente, sino como parte de la suscripción de un “plan de acción” en el que estos modelos, por un

...

9 Las CACs están presentes en los contratos de bonos emitidos bajo ley inglesa desde el siglo XIX. En Nueva York, sin embargo, este tipo de cláusulas no fue habitual hasta 2003. La literatura especializada explicó esta diferencia por las particularidades históricas que acompañaron los debates en torno a las quiebras corporativas en la década de los 1930 en los Estados Unidos (*Chandler Act*, 1938; *Trust Indenture Act*, 1939); explicación que ha sido puesta recientemente bajo cuestión (STANLEY, 2009; WEIDEMAIER; GULATI, 2013).

lado, formaban parte de un conjunto de reformas proyectadas que incluían límites firmes de acceso a los fondos del FMI y, por otro lado, no inhibían la redacción del SDRM (G-10, 2002; G-7, 2002a).

En la experiencia 2013/4 los países europeos líderes, por el contrario, rechazaron el enfoque legal y abrazaron desde el inicio el contractual. Sin embargo, su participación en la matriz política de la que emergerían las nuevas CACs fue comparativamente más limitada que la de sus pares anglosajones. Representantes oficiales de Francia y Alemania fueron invitados a las reuniones de discusión del Grupo conformado (SOBEL, 2016, p. 4) y los de Canadá, Italia y Japón declararon estar activamente insertos en el debate por intermedio del FMI (A/68/PV.107, 2014); ninguno de ellos formó parte de los equipos técnicos de redacción de los nuevos modelos. Esta participación secundaria, que podría ser calificada como inconsistente teniendo en cuenta que los países mayormente afectados por la crisis global se ubicaban por entonces en Europa Continental, se comprende en virtud de que la Comunidad Europea había presentado, en enero de 2013 —es decir a solo meses de la realización de la primera reunión del referido Grupo de Trabajo—, sus propios modelos de CACs (DELONG; AGGARWAL, 2016, p. 10).

El sector oficial de los países periféricos y semiperiféricos no fue involucrado en los grupos conformados para diseñar los modelos de CACs de principios de los años 2000, pese a que serían ellos sus principales destinatarios. Sí tuvieron, por el contrario, un rol destacado en su difusión. Desde la visión de los promotores de estos modelos, uno de los desafíos más relevantes al tiempo de asegurar la efectividad de una reforma de tipo contractual consiste en encontrar un Estado deudor que acepte el riesgo de ser el primero en utilizarlos (KRUEGER, 2003, p. 9). El Tesoro Norteamericano, entre otros agentes dominantes de la comunidad financiera, realizó ingentes esfuerzos diplomáticos en este sentido, teniendo como principal destinatario al gobierno mexicano. Estos esfuerzos surtieron efecto y México, reafirmando su posición líder en este espacio, se convirtió en febrero de 2003 en el primer país en emitir bonos en el mercado de Nueva York en uso de las nuevas CACs, seguido por Brasil y Uruguay (GULATI; GELPNER, 2006; QUARLES, 2010).

Fueron precisamente los gobiernos de estos países, junto al de Turquía, los invitados a participar del Grupo de Trabajo del que emergieron las CACs-2014 y con el objetivo de resolver desde el origen el “problema del primero en actuar” (SOBEL, 2016). México fue nuevamente quien incorporó en primer término los nuevos modelos contractuales y para octubre de 2016 Brasil, Uruguay y Turquía ya lo habían hecho (IMF, 2017). Su participación, que importa un cambio significativo con respecto a la experiencia previa en tanto les otorgó voz en el diseño de estos modelos, fue secundaria y acotada a las reuniones generales de dicho Grupo.<sup>10</sup>

...

<sup>10</sup> Sobel (2016, p. 10) destaca la participación de México en estas reuniones.

Otro cambio relevante entre uno y otro momento histórico se ubicó en el papel de estos países con respecto al enfoque legal. Los Estados emergentes líderes rechazaron a principios de los años 2000 el SDRM (GULATI; GELPNER, 2006, p. 63). Este rechazo no debe leerse como un rechazo al enfoque en sí mismo, sino más bien como una reacción frente al FMI, en el que el SDRM se anclaba (KULFAS; SCHORR, 2003, p. 37-42). En 2013, representantes de una cosmovisión que denuncia la lógica actual del mercado de deuda soberana en términos de Desarrollo y Derechos Humanos activaron de manera paralela a la matriz política convenida por el Tesoro Norteamericano un Grupo de Trabajo dirigido a avanzar progresivamente hacia un mecanismo legal (UNCTAD, 2015; BOHOSLAVSKY, 2016). En setiembre de 2014, la Asamblea General de la ONU dio un paso más en este sentido y aprobó a instancias del G77+China la Resolución 68/308 que conformó un Comité *ad hoc* precisamente para redactar esta clase de mecanismo (A/RES/68/304 2014).

## 1.2 AGENTES INTER/SUPRA-GUBERNAMENTALES

El FMI se involucró en ambos procesos, aunque lo hizo de manera diferente comenzando por el lugar que ocuparon estas experiencias dentro de un conjunto más abarcativo de reformas hacia su interior.

En este sentido, debe advertirse que la historia de las CACs-2003 es una historia subsidiaria del debate existente en las economías avanzadas sobre quién, bajo qué condiciones y para qué financiar a los Estados deudores en situación de zozobra económica (SCHADLER, 2013, p. 5). A principios del siglo XXI la temática de las reestructuraciones no formaba parte de la agenda del G-7. Por entonces, sus integrantes discutían el modo en el que el FMI debía intervenir en las crisis de los países emergentes y, en particular, sobre sus paquetes de rescate (G-7, 2001). Básicamente, éstos coincidían en la necesidad de involucrar en mayor medida al sector privado en dichos paquetes, pero no así en cuanto a su amplitud ni sobre el rol del sector oficial en los mismos. Los países europeos lideraban a finales de los años 1990 el esfuerzo por limitar el acceso excepcional a los recursos de este organismo (GULATI; GELPNER, 2006, p. 31). Pese al recambio presidencial en los EE.UU. en enero de 2001, estos esfuerzos no se materializaron en medidas concretas hasta finales de año. Días después de la presentación del SDRM en noviembre de 2001, el FMI canceló el programa acordado meses atrás con Argentina desencadenando el *default* de su deuda soberana (CAVALLO, 2004) y, con ello, insertando el debate sobre su reestructuración en el centro de la agenda de las economías avanzadas (G-7, 2002b).

Esta inserción adquirió contenido concreto los días 20 y 21 de abril de 2002 en los que el G-7, el IMFC y el G-10 difundieron comunicados propios al respecto. El primero adjuntó a su declaración habitual de ministros un “plan de acción”. Este plan marcó el alineamiento de los EE.UU. con los países europeos en cuanto a la necesidad de recortar los paquetes financieros del FMI, lo que ampliaría el número de posibles reestructuraciones futuras (G-7, 2002a). En segundo lugar, el comunicado del concejo de ministros del FMI (IMFC),

en concordancia con la nueva posición del Tesoro Norteamericano y con la del propio plan del G-7, advirtió que exploraría simultáneamente dos enfoques para regularlas: el legal (SDRM) y el contractual (CACs), (IMFC, 2002b). Finalmente, el tercer comunicado manifestó que el G-10 iniciaría en lo inmediato un trabajo en profundidad a estos efectos, aunque focalizándose en el segundo de los enfoques señalados (G-10, 2002). Esta primacía de la posición *contractualista* se justificó en términos pragmáticos y no implicó una renuncia de los gobiernos del G-7 a su pretensión de continuar analizando una propuesta de tipo legal como la presentada por Krueger (G-7, 2002a; IMFC, 2002b).

En la experiencia de las CACs-2014, la temática de las reestructuraciones apareció nuevamente conectada a la política de financiamiento del FMI aunque no subordinada a esta (IMF, 2013). La crisis global del 2008 tuvo como epicentro los países centrales. Sus elites gobernantes procuraron durante los años subsiguientes encauzar los procesos de cambio *dentro* de la AFI existente a partir de un conjunto de estrategias de apertura y cierre a las voces disidentes que abogaban por un nuevo orden financiero global (STIGLITZ, 2009; UGARCHETE, 2015). Estas voces, a diferencia de la experiencia precedente, se hicieron presentes en el debate sobre reestructuraciones tanto en el interior de las IFIs como en otros foros globales (GELPERN, 2016). Visto desde esta perspectiva, la matriz política convenida por el Tesoro Norteamericano a principios de 2013 pretendió orientar el proceso de reforma de conformidad a un tipo de cambio gradual e incremental; o si se quiere y desde la óptica de sus promotores, evitar un tipo de reforma legal cuyas consecuencias serían para su posición impredecibles y costosas (SOBEL, 2016; GELPNER, 2014).

El FMI desempeñó un rol prioritario a estos efectos al traducir a partir de su diagnóstico —materializado en el informe del 26 de abril de 2013— las complejas problemáticas que se estaban observando en el mercado de deuda soberana a problemáticas propias del marco vigente sobre reestructuraciones (IMF, 2013). Lo que estaba en crisis para este organismo y a contramano de lo que postulaban agentes disidentes (STIGLITZ, 2009; UNCTAD, 2015; A/RES/68/304, 2014) no era el régimen de reestructuraciones *per se* sino algunos de sus componentes. Estos, cabe observar, eran precisamente aquellos reformados a principios de 2000.<sup>11</sup> De todos ellos, el Grupo de Trabajo creado en 2013 se focalizó en los modelos de cláusulas contractuales: las nuevas CACs deberían resolver los problemas de acción colectiva detectados fundamentalmente a raíz del caso argentino (MAKOFF; KAHN, 2015; IMF, 2013). Cualquier otra problemática ajena a estos problemas quedaba en esta matriz, desde su propia conformación, fuera de foco: el esfuerzo del

...

11 Esto es, la política de financiamiento del FMI de acceso excepcional a sus recursos y de préstamos en mora que involucrasen al sector oficial y/o que tuviesen relación con el principio de buena fe (IMF, 2013).

Grupo conformado —rememora quien lo liderara— “estuvo orientado por el pragmatismo, por la búsqueda de resultados concretos y precisos, y por el no engancharse en un meta-debate sobre una estrategia más amplia o sobre los enfoques conceptuales [existentes]” (SOBEL, 2016, p. 4).

En este contexto y a contramano de lo sucedido en 2001/3, la primera acción del FMI fue la de dejar en claro a través de su Junta Ejecutiva que no adhería al enfoque legal (IMF, 2013b). En la primera experiencia, el organismo continuó trabajando en el SDRM hasta incluso después de las primeras emisiones de bonos con CACs a principios del 2003 (IMF, 2003b). No se trató de un trabajo meramente analítico, sino de un verdadero esfuerzo del *staff* de tres de sus departamentos por dar contenido a una propuesta concreta (IMF, 2002c; IMF, 2003c). En la segunda experiencia, este esfuerzo fue realizado por fuera de las IFIs a partir de la labor, primero, de la UNCTAD y, luego, del Comité creado para la redacción de un mecanismo legal (UNCTAD, 2015; A/RES/68/304, 2014). Es relevante aclarar que ni los representantes de las IFIs ni los de las economías avanzadas apoyaron esta última iniciativa que contaba con el soporte de la amplia mayoría de los Estados-miembro de la ONU en tanto, entendían, podía impactar negativamente sobre el rol del FMI (GELPERN, 2016, p. 86) y de las jurisdicciones financieras claves en el régimen de reestructuraciones vigente (SOBEL, 2016, p. 5).

Que el *staff* del FMI se haya abocado a principios del 2000 a la redacción del SDRM no significa que no haya participado en la elaboración de los modelos de CACs. No obstante ello, esta participación fue, comparativamente a la que tuvo en el proceso 2013/4, secundaria y tangencial. Junio de 2002 constituyó un punto focal en este sentido. Esto es así, porque en este mes se detuvo la producción de informes de su *staff* sobre CACs (IMF, 2002a y 2002b) que reapareció solo después de que las primeras emisiones de bonos con CACs ya hubiesen sido realizadas (IMF, 2003a).

Este curso de acción cobra sentido al observar que, precisamente en junio de 2002, sus principales accionistas conformaron un grupo de trabajo específicamente dirigido al desarrollo y difusión de modelos de CACs, en el que el FMI se involucró únicamente en calidad de miembro-observador (G-10, 2002). Este grupo, impulsado por el plan de acción acordado en el mes de abril, fue integrado por los ministros de finanzas o presidentes de los Bancos Centrales de los países del G-10. Desde su activación, el grupo se reunió en múltiples oportunidades y operó —en sus propias palabras— “de manera abierta, consultándose informal pero profusamente para realizar su labor” (G-10, 2002, p. 3). Esta labor se materializó el 26 de setiembre de 2002 en un informe que realizó una serie de recomendaciones para eficientizar las prescripciones de los contratos relativas a las reestructuraciones y presentó un conjunto de cláusulas estandarizadas tomando como modelo de referencia la jurisdicción de Nueva York (G-10, 2002). En los días subsiguientes los ministros de finanzas del G-7 y el IMFC presentaron sendos comunicados dando la bienvenida a los avances realizados por el grupo en términos de CACs (G-7, 2002c; IMFC, 2002a) y la Unión Europea informó que en adelante

los bonos emitidos por sus Estados-miembro deberían incluir este tipo de cláusulas (IMF, 2003a, p. 19).

En la experiencia 2013/4 el G-7 no participó como tal, aunque sus representantes actuaron en bloque al momento de rechazar la iniciativa legal activada en la ONU (A/RES/68/304, 2014; GELPERN, 2016). El G-20, por su parte, avaló los modelos contractuales diseñados, pero sin involucrarse en la matriz política encargada de construirlos (SOBEL, 2016). El FMI, por el contrario, tuvo un rol protagónico a estos efectos al insertarse desde el inicio en las discusiones del grupo convenido por el Tesoro Norteamericano a partir de su propio *staff*. En particular, el Director de su Departamento Legal —quien había representado al organismo en el G-10 en la labor del 2002 (G-10, 2002)— fue convocado para formar parte del equipo de seis expertos encargado de elaborar el borrador del que emergerían los nuevos modelos de CACs (SOBEL, 2016, p. 8). Los resultados obtenidos a partir de esta participación se plasmaron el 2 de setiembre de 2014 en un informe elaborado de manera conjunta por tres de sus Departamentos (IMF, 2014b) —nuevamente, los mismos tres que se habían involucrado en la experiencia precedente (IMF, 2002a).

El papel del FMI en lo que a la difusión y monitoreo de la implementación de la reforma producida fue más organizado, técnico y regular en la segunda que en la primera experiencia. Durante los años 2002/3, el organismo, junto al resto de los promotores de las CACs, contactó a los agentes líderes del mercado con el objeto de fomentar la inclusión de CACs en los futuros contratos de deuda soberana; una vez que tal inclusión fue efectuada por México, Uruguay y Brasil el resto de los países rápidamente las incorporaron en sus emisiones (GULATI; GELPNER, 2006). Desde entonces el interés del FMI al respecto se diluyó: su *staff* siguió en los años subsiguientes recomendando la inclusión de CACs solo en sus guías operacionales y ocasionalmente ofreció actualizaciones sobre su implementación (GULATI; GELPERN, 2008, p. 21); su Junta Ejecutiva, por su parte, discutió la temática en 2005 y desde entonces no la retomó hasta que los problemas en las reestructuraciones adquirieron una intensidad pronunciada con los casos griego y argentino (IMF, 2013, p. 1).

Por el contrario, el FMI en la segunda experiencia analizó desde el principio el *stock* de bonos existentes, el tiempo de su maduración y previó acciones específicas para difundir las CACs (IMF, 2014b, p. 32). Su informe de 2014 en sí mismo constituyó una acción en este sentido y, simultáneamente al ser aprobado por la Junta Ejecutiva en la que aparecen representados sus 189 Estados-miembro, cumplió una función central en la globalización de la voluntad de una matriz que tuvo como epicentro los territorios de los países anglosajones (IMF, 2014a). El mismo equipo interdepartamental que lo redactó es el encargado de monitorear el avance de las reformas, produciendo informes regulares sobre su grado de implementación (IMF, 2015; IMF, 2017). Con ello, la burocracia del FMI, a partir de sus cuerpos técnicos profesionales, da continuidad a un grupo de trabajo que había sido conformado *ad hoc* para resolver una problemática particular.

### 1.3 AGENTES PRIVADOS

El involucramiento de asociaciones de capital en el desarrollo de las CACs constituyó un rasgo novedoso en ambas experiencias. Ahora bien, la manera en la cual estas se involucraron difirió de manera significativa en uno y otro proceso.

A principios del siglo XXI, siete asociaciones *caracterizaban* el grueso de las entidades privadas que operaban en el mercado de deuda soberana.<sup>12</sup> Estas constituyen verdaderas instituciones globales, con casa matricial en las jurisdicciones financieras claves y oficinas en diferentes partes del planeta. Concentran entre sus miembros a firmas con anclaje en diferentes eslabones de este mercado y poseen una estructura organizativa permanente que les brinda distintos servicios. Entre sus funciones expresas se encuentra la de abogar por sus intereses y, más específicamente, la de confeccionar o influir sobre la confección de reglas o códigos financieros internacionales (MAKOFF; KAHN, 2015, p. 3).

El lanzamiento del SDRM activó un proceso de cooperación “sin precedentes” entre estas asociaciones (CHAMBERLIN, 2010, p. 16). En febrero de 2002, cinco de ellas, a las que se sumarían durante el transcurso del año las otras dos, escribieron una carta conjunta al Director del FMI en oposición a esta propuesta. La temática de las reestructuraciones no suponía por entonces una preocupación abstracta. Los capitales privados eran los principales afectados por el *default* argentino de 2001 y criticaban la manera en la cual el sector oficial de las economías avanzadas y el FMI estaban operando en el asunto. En este contexto, las asociaciones leyeron al SDRM como un enfoque regulativo y como tal opuesto a la lógica autorregulativa del mercado (CHAMBERLIN, 2010; KRUEGER; HAGAN, 2005).

Esta oposición no debe considerarse como una declaración sin más a favor de las CACs. Inmediatamente después del envío de dicha carta y antes incluso del inicio público de su campaña pro-CACs, Taylor se comunicó con las asociaciones instándolas a desarrollar sus propios modelos de cláusulas (CHAMBERLIN, 2010). Sin embargo, las autoridades del Tesoro Norteamericano se sorprendieron por la resistencia a su propuesta (QUARLES, 2010, p. 36). Para un poderoso sector de la comunidad de inversores, las CACs suponían una intromisión oficial en el mercado y un paso más en la dilución de los derechos de los acreedores. En representación de esta voz, la EMCA presentó su propia iniciativa en mayo de 2002<sup>13</sup>: en esta las CACs suponían solo un cambio cosmético con respecto a las cláusulas de consentimiento unánime y se incorporaban junto a una batería de herramientas dirigidas a empoderar la posición

...

12 Emerging Markets Creditors Association (EMCA), Emerging Markets Traders Association (EMTA), Institute of International Finance (IIF), Securities Industry Association (SIA), Bond Market Association (BMA), International Primary Market Association (IPMA) and the International Securities Market Association (ISMA) (IMF, 2003a).

13 Ver “EMCA, Model covenants for new sovereign debt issues”. Disponible en: <[http://www.emcreditors.com/pdf/model\\_covenants.pdf](http://www.emcreditors.com/pdf/model_covenants.pdf)>. Acceso el: 10 mar. 2015.

de los acreedores en situaciones de insustentabilidad de deudas soberanas (GULATI; GELPNER, 2006, p. 61).

La IIF aparecía en este escenario como el contrapeso de la EMCA. A diferencia de esta última, la IIF había sido constituida al calor de la crisis de la deuda externa de los años 1980 y su núcleo, conformado por una elite de grandes bancos comerciales, mantenía desde entonces una relación fluida con el sector oficial. De hecho, su propio Director, Charles Dallara, había sido alto funcionario del Tesoro Norteamericano (GULATI; GELPNER, 2006, p. 66). La IIF visualizaba estas cláusulas dentro de un “código voluntario de conducta” que regulase de forma integral las prácticas de los agentes involucrados en una crisis financiera; entendía, asimismo, que una propuesta semejante a la de EMCA sería inaceptable para los Estados y, consecuentemente, ruinoso para los intereses de los agentes que los asistían en la emisión y cobro de sus bonos (CHAMBERLIN, 2010). Entre ambas posiciones comenzó a mediar EMTA. Esta asociación, cuya base societaria se superponía con la de EMCA e IIF y con *expertise* en la dimensión técnica-legal, asumió el rol de liderazgo en lo que a la coordinación de los esfuerzos del ámbito privado se refiere. Estos esfuerzos se materializaron en el mes de junio de 2002 en una nueva carta conjunta —esta vez con destino al G-10— en la que las asociaciones reiteraron su oposición al SDRM y delinearon un conjunto de directrices pro-mercado semejantes en orientación a la iniciativa de EMCA (CHAMBERLIN, 2010). El sector oficial dio la bienvenida a su interés por el enfoque contractual (G-7, 2002d), pero conformó un Grupo de Trabajo por fuera de su influencia directa (G-10, 2002).

En 2013 existía un consenso mayoritario en el ámbito privado en torno al uso de las CACs, pero no así en cuanto a su contenido (GELPERN et al., 2015; SOBEL, 2016). Entre las asociaciones de capital la postura que renegaba de la intervención oficial, aun cuando esta se canalizase a partir del enfoque contractual, seguía vigente, al igual que la consideración de que el sector oficial y las IFIs operaban en las reestructuraciones sin atender de manera eficaz los intereses de los acreedores (PIIE, 2014). En enero de 2014, el Comité Especial coordinado por IIF e integrado por instituciones financieras líderes en representación de la comunidad de inversores, criticó duramente tanto el diagnóstico del FMI como la orientación de las reformas impulsadas en este ámbito “que pueden menoscabar el enfoque contractual vigente [...] y minar los derechos de propiedad de los acreedores” (IIF, 2014a, p. 2). Pese a ello, las asociaciones decidieron participar desde el inicio en la Mesa Redonda convocada por el Tesoro Norteamericano (MAKOFF; KAHN, 2015).

En este curso de acción influyó en buena medida la experiencia precedente. En 2001/3 el sector oficial fue capaz de avanzar con las CACs sin darles participación directa en su construcción e, incluso, contra su resistencia. La continuidad de la estrategia *holdout* aun luego de los canjes argentinos de 2005 y 2010 había implicado fricciones entre los propios acreedores y despertado reacciones en múltiples direcciones (RANIERI, 2015). La posible redacción de un mecanismo estatutario se presentaba a los ojos de la comunidad inversora, todavía como una opción menos deseable (UNCTAD, 2015). Así este involucramiento debe leerse

como parte de una acción estratégica de estas asociaciones frente a un proceso de reforma que, por uno u otro camino, se percibía en 2013 como inevitable y con la intención de dirigirlo desde adentro a su favor; las nuevas CACs aparecían desde su perspectiva —parafraseando a Gulati y Gelpner (2006, p. 62)— como un “caballo de Troya” que les permitiría introducir en agenda un conjunto de reclamos por el que venían abogando.

En concreto, participaron en el grupo de trabajo conformado dos asociaciones (ICMA e IIF), aunque no en un plano de igualdad. El rol de ICMA fue central en este proceso, formando parte desde el inicio de sus discusiones generales e integrando sus equipos técnicos encargados de diseñar los borradores de cláusulas (MAKOFF; KAHN, 2015; SOBEL, 2016). Este grado de involucramiento se presenta como un acontecimiento anclado en su experiencia previa en el área de reforma (ZANDSTRA, 2014) y en los contactos tejidos con sus principales promotores, en buena medida, a raíz del proceso 2001/3 (GULATI; GELPNER, 2006). En la decisión de estos promotores pesó el hecho de que ICMA tenga su sede central en Londres y que entre sus casi 500 firmas asociadas se encuentren representados agentes tanto del lado oferente como del demandante de bonos (GELPNER, 2014). La labor de IIF en esta matriz fue menos visible. Miembros de su *staff* se insertaron en las discusiones del Grupo de Trabajo y sus autoridades auxiliaron a ICMA en la redacción de sus propios modelos de CACs (SOBEL, 2016).<sup>14</sup> Si ICMA garantizó la representación de los agentes financieros del mercado europeo en este proceso, la IIF hizo lo propio con aquellos del estadounidense.

Tanto en 2001/3 como en 2013/4 el papel de los “expertos legales” fue primordial. Las firmas jurídicas muestran otra faceta del grado de concentración de este mercado. En efecto, no más de 10 de ellas, con casa matricial en las jurisdicciones financieras claves, dominan el escenario y hacia su interior, solo un puñado de abogados está especializado en deuda soberana. El rol de estas firmas no se circunscribe a acontecimientos litigiosos propiamente dichos, sino que es central en la confección de contratos de emisión de bonos y, desde allí, en la difusión de las posibles modificaciones que se realicen a sus cláusulas estandarizadas. Esto es así, en tanto las mismas firmas jurídicas prestan servicios legales en este ámbito a los Estados emisores, a los agentes financieros que los asisten y a los inversores que compran sus bonos (GULATI; GELPNER, 2006, p. 11 y ss.); de igual modo, sus principales referentes mantienen contacto entre sí y a través de distintas instancias con las asociaciones del capital, el sector oficial de las economías avanzadas y las IFIs, en algunos casos, desde los años 1980 (IIF, 2014a; G-30, 2002; GULATI; GELPNER, 2006).

...

14 El borrador de los modelos-ICMA fue redactado por Deborah Zandstra con el auxilio de Leland Goss y Robert Gray —*managing-director* y presidente del Comité de ICMA—, y Tim Adams, Hung Tran y Jean Lemierre —presidente, diputado de la Gerencia y miembro de la Junta Directiva de IIF— (SOBEL, 2016).

El rol decisivo de los expertos legales se manifestó en 2001/3 en varias dimensiones: en primer lugar, en el cambio de posición de EE.UU. con respecto al SDRM en el que influyó la experiencia de Quarles —desde abril de 2002, asesor directo de Taylor en el Tesoro— como abogado del estudio *Davis, Polk & Wardwell* especializado en contratos del mercado de capitales junto a grandes agentes financieros como JP Morgan (QUARLES, 2010; GULATI; GELPNER, 2006); en segundo lugar, en la labor técnica del Grupo conformado por el G-10 en junio de 2002 y presidido, precisamente, por Quarles. En efecto, este grupo delegó la redacción de los modelos de CACs a un equipo *ad hoc* de “abogados eminentes” con *expertise* en las características propias de los bonos de las jurisdicciones de Nueva York, Inglaterra, Alemania y Japón (G-10, 2002); finalmente, en la resolución de la problemática del “primer en actuar”. En esta dirección, debe observarse que las firmas *Cleary Gottlieb y Sullivan & Cromwell* de Nueva York, cuyos representantes habían participado de los Grupos del G-10 (2002) y del G-30 (2002), fueron decisivos en la emisión de los primeros bonos con CACs por parte de México, Uruguay y Brasil a principios del 2003 (GULATI; GELPNER, 2006).

En la experiencia 2013/4 los expertos legales se incorporaron desde el comienzo en el grupo convenido por el Tesoro Norteamericano, dando vida en particular a los tres equipos técnicos a cargo de la redacción de los modelos de cláusulas que en éste se discutieron (SOBEL, 2016). El primer y el tercer equipos de redacción estuvieron íntegramente conformados por abogados miembros o ex-miembros de las firmas *Cleary Gottlieb* de Nueva York y *Clifford Chance* de Londres<sup>15</sup> y el segundo equipo, por ellos más un representante del Tesoro Norteamericano, uno del FMI y uno de un grupo de inversión estadounidense.<sup>16</sup> Estas firmas jurídicas estuvieron involucradas prácticamente en todas las reestructuraciones de peso desde la década de los 1980 y entre sus clientes se ubican los agentes líderes de este mercado, tanto del sector oficial como del privado (GULATI; GELPNER, 2006). En los últimos años estas firmas se inscribieron como miembros de IIF e ICMA. Algunos de los expertos legales participantes en esta experiencia habían formado parte del Grupo de Trabajo conformado por el G-10 en 2002 y los que no lo habían hecho habían dedicado ingentes esfuerzos a estudiarlo. Todos ellos publican en conjunto en defensa del enfoque contractual.<sup>17</sup>

...

15 Quienes conformaron el primer equipo a cargo de la redacción de los borradores de cláusula *pari passu* y el tercero a cargo del diseño de los modelos de CACs fueron: Deborah Zandstra (*Clifford Chance*), Lee Buchheit (*Cleary Gottlieb*) y Anna Gelpner (*Georgetown University*) (SOBEL, 2016). Gelpner, ahora volcada al campo académico, fue abogada de *Cleary Gottlieb* y funcionaria del Tesoro Norteamericano.

16 El segundo equipo a cargo de la redacción de modelos de CACs fue integrado por Zandstra, Buchheit, Gelpner junto a Sean Hagan (FMI), Ben Heller (*Hutchin Hill Capital*) y Brad Setser (Tesoro Norteamericano) (SOBEL, 2016).

17 Hagan y Buchheit trabajaron en el Grupo del G-10 (G-10, 2002; GULATI; GELPNER, 2006). Gelpner, Zandstra y los asistentes del primer equipo de trabajo, Gulati y Weidemaier (SOBEL, 2016), analizaron

El grado de cooperación entre las siete asociaciones líderes del capital alcanzó su punto álgido en enero de 2003 cuando ellas lanzaron mancomunadamente sus propios modelos de CACs (THE-GAN-OF-SEVEN, 2003). A este desenlace se llegó luego de que en las reuniones de setiembre de 2002 fracasase su intento de convencer al sector oficial de que bajase del escenario al SDRM (GULATI; GELPNER, 2006) y tuvo como antecedente inmediato un borrador de discusión de diciembre de 2002 en el que estas entidades delinearon su posición al respecto (THE-GAN-OF-SEVEN, 2002). El contenido de este borrador sintetiza las tres posiciones hasta entonces en competencia hacia su interior: 1) la oposición férrea al SDRM, liderada técnicamente por EMTA (CHAMBERLIN, 2010); 2) el fortalecimiento de los derechos de los acreedores, fomentado especialmente por EMCA; 3) la inclusión propuesta por IIF de las CACs dentro de un código de conducta voluntario (THE-GAN-OF-SEVEN, 2002). En efecto, el reporte de estas asociaciones de enero presentó sus modelos de CACs —comparativamente los más pro-creedores del contexto 2001/3—<sup>18</sup> junto a un esbozo de código que serviría de base para aquél que desde 2004 promueve la IIF (THE-GAN-OF-SEVEN, 2003). Esta última iniciativa adquiere una relevancia particular en términos de gobernanza financiera global, en tanto la IIF creó dos Consejos con participación del sector oficial y de las IFIs que se reúnen periódicamente para controlarlo y de cuyas relaciones se nutriría en buena medida la experiencia 2014 (IIF, 2014a; 2014b).

En esta última experiencia los modelos de CACs fueron publicados por ICMA (MAKOFF; KAHN, 2015). Estos modelos surgieron del grupo convenido por el Tesoro Norteamericano (SOBEL, 2016) y fueron sometidos a dos instancias de consulta con los miembros de la asociación.<sup>19</sup> Su contenido no descarta los mecanismos de agregación de los modelos de CACs de principios de los años 2000, sino que los complementa con uno nuevo (vgr. de “agregación única”) (IMF, 2014b). Estos modelos fueron incorporados junto a un conjunto de salvaguardas de los derechos de los acreedores en las reestructuraciones por el que abogaban las agentes privados desde años atrás (IMF, 2014b; PIIE, 2014).

## CONCLUSIONES

Desde un enfoque sociológico jurídico crítico, este artículo analiza empíricamente cómo

...

en profundidad la experiencia CACs 2001-2003. Entre ellos —y también, aunque en menor medida, con Heller y Setser (GELPERN et al., 2015)— existen aceitados contactos en lo relativo al universo de contratos de deuda soberana.

<sup>18</sup> Ver el cuadro comparativo en el que el FMI sintetiza las características de los principales modelos de CACs presentados entre 2002 y 2003 (IMF, 2003a, p. 8-9).

<sup>19</sup> Ver información en su página oficial, disponible en: <<http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information>>, acceso el: 20 feb. 2017.

las elites del campo financiero transnacional se organizan al tiempo de producir normas globales en la ausencia de un gobierno global centralizado (SOUSA SANTOS, 2005; DE ANGELIS, 2003). Las experiencias de las CACs 2003 y 2014 abordadas dan cuenta de su capacidad para mitigar las tensiones/contradicciones que afectan el mercado de deuda soberana conservando su posición dominante. El análisis realizado muestra cómo estas elites logran a estos fines reducir la complejidad y heterogeneidad de este mercado a un conjunto relativamente acotado de relaciones interpersonales mediadas por organizaciones que les permiten exhibir las normas por ellas producidas como fruto de un esfuerzo de cooperación particularmente extendido y, en último término, como fruto del universo financiero considerado como un todo.<sup>20</sup>

El Tesoro Norteamericano activó los dos procesos analizados y, consecuentemente, aquél agente con el capital suficiente en este campo para frenar la inercia de los contratos estandarizados de deuda soberana. Paradójicamente, considerando los diez años que los separan, los acontecimientos coyunturales que los dispararon giraron principalmente en torno al caso argentino. En uno y otro momento histórico este caso interpeló los intereses del Tesoro Norteamericano, aunque de forma diferente: en el impulso de las CACs-2003, la iniciativa estuvo asociada a su pretensión de limitar los recursos oficiales destinados al financiamiento de los Estados deudores mientras que, en la promoción de las CACs-2014, la propuesta se dirigió a evitar que las posibles repercusiones de las decisiones adoptadas por la Corte de Nueva York vulnerasen el rol preponderante de la jurisdicción de Nueva York y del FMI en el mercado de deuda soberana.

Ambas experiencias estudiadas actualizaron a los casos concretos la red de relaciones tejida en los años 1970-1980 entre los gobiernos de las economías avanzadas, las IFIs y los grandes capitales financieros para afrontar las crisis en los países periféricos y exhibieron una acentuada simetría en términos de sus agentes participantes. El análisis efectuado confirma en este sentido la existencia de un “aprendizaje institucional” en el que los contactos, las vivencias y los canales abiertos en la primera experiencia se reprodujeron en buena medida en la segunda (SOBEL, 2016; GELPNER, 2014). Este aprendizaje les permitió a sus promotores anticiparse a una posible reacción de los Estados emergentes al enfoque vigente y fue fundamental para asegurar la celeridad de la organización de la nueva matriz política.

La principal diferencia entre estos procesos se visualizó en la forma en la cual se articularon los agentes en ellos involucrados. La “diplomacia financiera” del Tesoro Norteamericano fue la que moldeó en buena medida dicha forma en ambos procesos. En 2001/3, la articulación proyectó una imagen en forma de “espiral” en la que los impulsos procedentes desde el Tesoro (su núcleo) repercutieron —amplificados por su alianza con Inglaterra—

...

<sup>20</sup> Ver como exhiben estos procesos los autores citados en la nota al pie n° 8.

en sucesivos círculos concéntricos representados de manera ascendente por el G-7, el G-10, el FMI, las asociaciones del capital financiero y los gobiernos deudores. Cada uno de estos agentes tradujo dichos impulsos a su propia lógica, activó sus propios contactos y mandó señales al resto del campo que fueron receptados y re-direccionados en cada vuelta del espiral desde su núcleo. En 2013-2014, por el contrario, la articulación proyectó la imagen de una “caja” en cuyo interior fueron incorporados desde el inicio un grupo de agentes pre-seleccionado.

Esta última imagen está comparativamente más cerca de la noción de “gobernanza” que la primera. Tomando en consideración las cualidades típicas-ideales presentadas en la introducción, se puede afirmar que en la matriz política de 2013/4 la cooperación se organizó en torno a una “mesa redonda” lo que implicó: 1) una descentralización de la resolución de una problemática concreta del régimen de reestructuraciones vigente en los propios agentes imbuidos en el mercado de deuda soberana; 2) una participación clave de agentes del sector privado en lo que a la definición del contenido de los modelos de CACs se refiere; 3) una adhesión voluntaria por parte de los involucrados a las reglas-marco y al objetivo para el cual esta mesa había sido convenida; 4) una relación horizontal entre los agentes participantes del sector privado y del oficial; 5) una verdadera confluencia de las voluntades de estos agentes en la redacción y difusión de los nuevos modelos de CACs. En la experiencia de 2001/3 algunas de estas cualidades típicas-ideales se visualizan en los Grupos de Trabajo conformados por el G-10 y por las asociaciones del capital. Sin embargo y pese a los contactos informales existentes, estos Grupos operaron por separado y, como tales, no sentaron en una misma mesa de negociación a los representantes del sector oficial y del privado.<sup>21</sup>

Esta primera experiencia fue más rica y compleja que la segunda en términos de la densidad y direccionalidad de las interacciones que puso en movimiento. En efecto, mientras que la intervención originaria del Tesoro Norteamericano activó en 2001/3 una cadena de acciones-reacciones que no siguió en este campo un patrón totalmente homogéneo ni planificado, en 2013/4, por el contrario, insertó el grueso de dichas acciones-reacciones dentro de los márgenes de las reglas marco por él previamente definidas. Visto así y anclados en su perspectiva, este último proceso evidenció un ejercicio más eficiente de su poder al tiempo de ordenar las pujas de intereses existentes con miras a producir un resultado concreto. Ahora bien y precisamente por esta eficiencia, esta dinámica limitó su espontaneidad y creatividad social: en la experiencia 2001/3 se redefinieron los límites entre las elites del campo financiero, se conformaron nuevos canales de cooperación entre ellas y se produjeron

...

21 El Grupo de Trabajo del G-10, como se señaló, convocó a un conjunto de abogados eminentes para que lo asistiese en la redacción de los modelos de CACs (G-10, 2002). Este tipo de involucramiento del sector privado no es equiparable al descrito en la matriz política de 2013/4, en tanto estos abogados no operaron en relación de horizontalidad, en calidad de “socios”, del sector oficial.

una multiplicidad de diferentes modelos de CACs en competencia, algo que no aconteció con igual energía en la de 2013/4.

A contramano de lo que postulan sus promotores,<sup>22</sup> las matrices políticas de ambos procesos abordados fueron solo ligeramente abiertas e inclusivas. La ausencia más palpable en ellas y que le quita en sí misma gran parte de la potencialidad de los atributos de la gobernanza proclives a democratizar la producción de normas globales fue la de la “sociedad civil”. El eje de estos procesos pasó por dos maneras distintas de gestionar el vínculo entre el sector oficial de las economías avanzadas entre sí y con los grandes capitales privados del mercado de deuda soberana, y no por trazar un puente entre éstos y la ciudadanía. Esta ausencia se subsume en una ausencia mayor: las dos matrices políticas dejaron fuera de consideración las voces de aquellos agentes imbuidos dentro de este mercado con una cosmovisión que desafía el actual orden financiero global. Estos agentes no lograron organizarse en la experiencia de 2001/3 como un colectivo capaz de influir en la agenda política internacional, pero sí lo hicieron en la de 2013/4 en forma paralela a las IFIs (A/RES/68/304 2014). No obstante ello, se trató de una organización —comparativamente a la analizada en este artículo— endeble y que demostró sus límites para disputarle, pese a su peso creciente en la economía global, el poder político a las elites que dominan este campo en la era de la globalización financiera.

## BIBLIOGRAFÍA

BOHOSLAVSKY, Juan Pablo. “Economic Inequality, Debt Crises and Human Rights”. *Yale Journal of International Law* 41-2 (Special edition on sovereign debt), p. 177-200, 2016.

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

\_\_\_\_\_ ; BROOKS, Skylar; LOMBARDI, Domenico. “IMF Lending Practices and Sovereign Debt Restructuring”. *CIGI Papers* 41, p. 1-15, June 2014.

\_\_\_\_\_ ; BRADFORD, Colin I. “Global Governance: New Players, New Rules”. *Finance & Development*, p. 10-14, December 2007.

•••

22 Ver nota al pie n° 8.

BOURDIEU, Pierre. *Homo Academicus*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores, 2008.

CAVALLO, Domingo. "Argentina and the IMF During the Two Bush Administrations". *International Finance* 7 (1), p. 137-50, 2004.

CHAMBERLIN, Michael. "EMTA' S 20<sup>th</sup> Year - A Look Back to: The EM Debt Trading and Investment Market Matures and Mainstreams". New York: EMTA, 2010. Disponible en: <<https://www.emta.org/template.aspx?id=58>>. Acceso el: 4 oct. 2017.

DE ANGELIS, Massimo. "Neoliberal Governance, Reproduction and Accumulation" [en línea]. *The Commoner* 7 (spring-summer), p. 1-28, 2003. Disponible en: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.189.4892&rep=rep1&type=pdf>>. Acceso el: 22 dic. 2016.

DELONG; AGGARWAL, Nikita. "Strengthening the Contractual Framework for Sovereign Debt Restructuring-the IMF's Perspective". *Capital Markets Law Journal* 11, p. 1-14, January 2016.

GELPERN, Anna. "Sovereign Debt: Now What?". *The Yale Journal of International Law* 41 (2), p. 44-95, 2016.

\_\_\_\_\_. "A Sensible Step to Mitigate Sovereign Bond Dysfunction". *PIIE blogs*, New York: PIIE, 2014. Disponible en: <<https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/sensible-step-mitigate-sovereign-bond-dysfunction>>. Acceso el: 22 sep. 2017.

\_\_\_\_\_. HELLER, Ben; SETSER, Brad. "Count the Limbs : Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Bonds". *Georgetown University Library*, 2015. Disponible en: <<http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2807&context=facpub>>. Acceso el: 20 ag. 2017.

GULATI, Mitu; GELPNER, Anne. "Public Symbol in Private Contract: A Case Study". *Washington University Law Quarterly* 84 (7), p. 1-91, 2006.

\_\_\_\_\_. "Innovation After the Revolution: Foreign Sovereign Bond Contracts Since 2003". *Duke Law School Faculty Scholarship Series* (152), p. 1-26, 2008.

HAGAN, Sean. "Conference Call on Addressing Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring". *IMF News Articles*. Washington: IMF, 2014. Disponible en: <<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/tr100614>>. Acceso el: 25 ag. 2017.

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, p. 1–18. Disponible en: <<https://journals.openedition.org/mimmoc/2263>>. Acceso el: 13 ene. 2019.

KRUEGER, Anne. *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Washington: IMF, 2002. Disponible en: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp040102>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. (2002a). “New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking.”, IMF News Articles, Washington: IMF. Disponible en: <<http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp040102>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “Propuestas para un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana”. *Ficha técnica del FMI*. Washington: FMI, 2003. Disponible en: <<https://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/sdrms.htm>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_; HAGAN, Sean. “Sovereign Workouts: An IMF Perspective”. *Chicago Journal of International Law* 6 (1), p. 203-18, 2005.

KULFAS, Matias; SCHORR, Martin. “Deuda Externa y Valorización Financiera en la Argentina Actual. Factores Explicativos del Crecimiento del Endeudamiento Externo y Perspectivas ante el Proceso de Renegociación”. *Realidad Económica* (198), p. 1-24, 2003.

MAKOFF, Gregory; KAHN, Robert. “Sovereign Bond Contract Reform Implementing the New ICMA”. *CIGI Papers* 56, p. 1-21, February 2015.

MANZO, Alejandro G. “Where do they speak from? Positions about the new IMF contractual proposal for ordering sovereign debt restructurings”. *Revista Direito e Práxis*. Rio de Janeiro (en prensa, aceptado para publicar el 13-04-2018).

MARTÍNEZ, Rolland; ANGEL, Miguel. “Amanecer Emergente: el Ascenso Económico del Lejano Oriente y sus Consecuencias para el Orden Económico Internacional”. *Revista ARI, Real Instituto Elcano* (13), p. 1-13, 2015.

MELTZER, Alan. “The Report of the International Financial Institution Advisory Commission: Comments on the Critics”. *Carnegie Mellon University*, 2000. Disponible en: <[https://www.researchgate.net/publication/247390551\\_Report\\_of\\_the\\_International\\_Financial\\_Institution\\_Advisory\\_Commission\\_to\\_the\\_US\\_Congress\\_Mimeo](https://www.researchgate.net/publication/247390551_Report_of_the_International_Financial_Institution_Advisory_Commission_to_the_US_Congress_Mimeo)>. Acceso el: 03 oct. 2017.

PIIE. “The IMF: What Is It Good For?”. *Event Transcript Peterson Institute of International Economy (PIIE)*, in April 8, 1-54. Washington: PIIE, 2014. Disponible en: <<https://piie.com/events/international-monetary-fund-what-it-good>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

QUARLES, Randal. “Herding Cats: CACs in Sovereign Debt—the Genesis of the Project to Change Market Practice in 2001 through 2003”. *Law and Contemporary Problems* 73, p. 29-38, fall 2010.

RANIERI, Agustina María. “Deuda Soberana : Problemas y Soluciones en la Encrucijada”. *Pensar en Derecho*, UBA 6, p. 245-304, 2015.

SCHADLER, Susan. “Unsustainable Debt and the Political Economy of Lending: Constraining the Imf’s Role in Sovereign Debt Crises”. *Cigi Papers*, n. 19, p. 1-20, 2013.

SOBEL, Mark. “Strengthening Collective Action Clauses: Catalysing Change — the Back Story”. *Capital Markets Law Journal* 11 (1), p. 3-11, 2016. Disponible en: <<https://academic.oup.com/cmlj/article/11/1/3/2366000>>. Acceso el: 13 ene. 2019.

SOUSA SANTOS, Boaventura. 2005. “Beyond Neoliberal Governance: The World Social Forum as Subaltern Cosmopolitan Politics and Legality”. In: SOUSA SANTOS, Boaventura; GARAVITO, Rodriguez (coord.). *Law and Globalization from below: Towards a Cosmopolitan Legality*, pp. 1-38, chapter 2. Disponible en: <<http://www.boaventuradesousasantos.pt/documentos/chapter2.pdf>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

STANLEY, Leonardo. “Resolución de Conflictos en Materia de Bonos Soberanos: una Crítica Mirada Institucional al Papel del CIADI”. *Documento de Trabajo* n° 59/2009, Buenos Aires: CEDES, 2009.

STIGLITZ, Joseph. “Report of the Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System”. *United Nations Reports*, New York: UN, 2009.

\_\_\_\_\_. “La Victoria de Los Buitres”. *Project Syndicated Article*. 2014. Disponible en: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/argentina-s-debt-and-american-courts-by-joseph-e—stiglitz/spanish#JeFMuFypfMdpFAc1.99>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

TAYLOR, John B. “Using Clauses to Reform the Process for Sovereign Debt Workouts: Progress and Next Steps”. *EMTA conferences*, December 5, New York: EMTA, 2002.

\_\_\_\_\_. “Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective”. April 2, *PIIE Speeches*, Washington: PIIE, 2002a. Disponible en: <<https://piie.com/commentary/speeches-papers/sovereign-debt-restructuring-us-perspective>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “Statement on the Decisions by Countries to Issue Bonds with CACs”. *US Treasury Statement*, February 3, Washington: US Treasury, 2004. Disponible en: <<https://web.stanford.edu/.../Statement%20on%20the%20Decisions>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

UGARCHETE, Oscar. “A New International Financial Architecture: The Regional versus the Global View?”. *World Economics Association*, Bristol: World Economics Association, p. 1-36, 2015.

WEIDEMAIER, Mark; GULATI, Mitu. “A People’s History of Collective Action Clauses”. *Virginia Journal of International Law* 54, p. 51-95, 2013.

WILCZY, Ryszard. “Global Financial Governance: A Perspective from the IMF”. *Contemporary Economics* 5 (1), p. 4-16, 2011.

ZANDSTRA, Deborah. “New ICMA Sovereign Collective Action and Pari Passu Clause”. *Clifford Chance Articles*, London: Clifford Chance, 2014. Disponible en: <file:///D:/Documents/Downloads/New\_ICMA\_sovereign\_collective\_action\_and\_pari\_passu\_clauses\_6024256 (1).pdf>. Acceso el: 03 oct. 2017.

### **Informes y documentos citados**

A/68/PV.107. 2014. “Transcripción de la 107a Sesión Plenaria del 68a Período de Sesiones”. 9 de septiembre, Nueva York: Asamblea General, ONU, Disponible en: <<http://www.un.org/es/ga/64/meetings/index.shtml>>. Acceso el: 26 nov. 2016.

A/RES/68/304. 2014. “Towards the Establishment of a Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes”. *General Assembly Resolution*. New York: UN. Disponible en: <<http://www.un.org/es/ga/64/meetings/index.shtml>>. Acceso el: 05 oct. 2017.

G-10. “Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses”. *BIS Working Group Report*, Brussels: BIS, 2002.

\_\_\_\_\_. “The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: A Report to the Ministers and Governors Prepared under the Auspices of the Deputies”. *BIS Working Group Report*, Brussels: BIS, 1996.

\_\_\_\_\_. “Communiqué of the Ministers and Governors of the G-10”. *IMF Communiqué*, Washington: IMF, 2002. Disponible en: <<http://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/28/04/51/cm042102a>>. Acceso el: 26 en. 2017.

G-30. “Key Issues in Sovereign Working Group Report”. *G30 Working Group Report*, Washington: G30, 2002. Disponible en: <[http://group30.org/images/uploads/publications/G30\\_KeyIssuesSoverignDebtRestructuring.pdf](http://group30.org/images/uploads/publications/G30_KeyIssuesSoverignDebtRestructuring.pdf)>. Acceso el: 16 feb. 2017.

G-7. “Statement of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors, April 28”. *Statement of group of seven (G7)*. Washington: G7, 2001. Disponible en: <<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm010428.htm>>. Acceso el: 13 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. “Statement and Action Plan of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors, April 20”. *Statement of group of seven (G7)*, Washington: G7, 2002a. Disponible en: <<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm022004.htm>>, Acceso el: 13 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. “Statement of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors, February 9”. *Statement of group of seven (G7)*. Ottawa: G7, 2002b. Disponible en: <<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm020902.htm>>. Acceso el: 13 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. “Statement of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors September 27”. *Statement of group of seven (G7)*. Washington: G7, 2002c. Disponible en: <<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm092702.htm>>. Acceso el: 13 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. “Statement of G7 Finance Ministers, June 15”. *Statement of Group of seven (G7)*. Halifax: G7, 2002d. Disponible en: <<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm061502.htm>>. Acceso el: 13 mar. 2017.

IIF. “IIF Special Committee: Views on the Way Forward for Strengthening the Framework for SDR”. *Institute of International Finance (IIF) Special Committee Working Paper*. Washington: IIF, 2014a. Disponible en: <<https://www.google.com.ar/search?q=IIF+Special+Committee%3A+Views+on+the+Way+Forward+for+Strengthening+the+Framework+for+SDR&oq=IIF+Special+Committee%3A+Views+on+the+Way+Forward+for+Strengthening+the+Framework+for+SDR&aqs=chrome..69i57j972j0j4&sourceid=chrome&ie=UTF-8>>. Acceso el: 25 ag. 2017.

IIF. “Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructurings”, *IIF publications*. New York: IIF, 2014b. Disponible en: <<https://www.iif.com/topics/principles-stable-capital-flows-and-fair-debt-restructuring>>. Acceso el: 02 ag. 2017.

IMF. “Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts—Encouraging Greater Use”. *IMF Report*, Washington: IMF, 2002a. Disponible en: <<https://www.imf.org/external/np/psi/2002/eng/060602a.htm>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “IMF Board Discusses Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts”. *IMF News Articles*. Washington: IMF, 2002b. Disponible en: <<http://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/28/04/53/pn0277>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “The Design and Effectiveness of Collective Actions Clauses”. *IMF Report*. Washington: IMF, 2002c. Disponible en: <<https://www.imf.org/external/np/psi/2002/eng/060602.htm>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism-Further Considerations”. *IMF Report*. Washington: IMF, 2002d. Disponible en: <<https://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2002/112702.htm>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “Collective Action Clauses: Recent Developments and Issues”. *IMF Report*, Washington: IMF, 2003a. Disponible en: <<https://www.imf.org/external/np/psi/2003/032503.htm>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund”. *IMF Communiqué*. Washington: IMF, 2003b. Disponible en: <<http://www.imf.org/external/np/cm/2003/041203>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism”. *IMF Report*. Washington: IMF, 2003c. Disponible en: <[https://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003\\_021203.htm](https://www.imf.org/external/np/pdr/sdrm/2003_021203.htm)>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “Sovereign Debt Restructuring: Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework”. *IMF Report*. Washington: IMF, 2013a. Disponible en: <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “IMF Executive Board Discusses Strengthening the Contractual Framework in Sovereign Debt Restructuring”. *IMF Press Release*. Washington: IMF, 2014a. Disponible en: <<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr14459>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring”. *IMF Report*. Washington: IMF, 2014b. Disponible en: <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “Progress Report on Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contracts”. *IMF Report*. Washington: IMF, 2015. Disponible en: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/091715.pdf>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. “Second Progress Report on Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contracts”. *IMF Report*. Washington: IMF, 2017. Disponible en: <<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/01/13/PP5085-Inclusion-of-Enhanced->

Contractual-Provisions-in-intl-Sovereign-Bond-Contracts>. Acceso el: 03 oct. 2017.

IMF, Executive Board. "Discussion around the Staff Paper on 'SDR-Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework". *IMF Communiqué*. Washington: IMF, 2013b. Disponible en: <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

IMFC. "Communiqué of the IMFC of the Board of Governors of the IMF". *IMF Communiqué*. Washington: IMF, 2002a. Disponible en: <<http://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/28/04/51/cm092802>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. "Comunicado del Comité Monetario y Financiero Internacional de La Junta de Gobernadores del FMI". *Comunicado del FMI*. Washington: FMI, (2002b. Disponible en: <<https://www.imf.org/es/News/Articles/2015/09/28/04/51/cm042002>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

THE-GAN-OF-SEVEN. "Sovereign Debt Restructuring". *ICMA Discussion Paper*. London: ICMA, 2002. Disponible en: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/DiscussionPaperSDRM%20-%206%20Dec%20paper%20final.PDF>>. Acceso el: 03 oct. 2017.

\_\_\_\_\_. "Marketable Bonds Package". *ICMA Discussion Paper*, 2003. Disponible en: <Washington: file:///D:/Documents/Downloads/310103%20Final%20Model%20Clauses%20and%20Code%20of%200Conduct.doc%20(1).PDF>. Acceso el: 03 oct. 2017.

UNCTAD. "Sovereign Debt Workouts: Going Forward Roadmap and Guide". *Working Paper UNCTAD*. New York: UNCTAD, 2015. Disponible en: <[http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1_en.pdf)>. Acceso el: 03 oct. 2017.

**COMO CITAR ESTE ARTIGO:**

MANZO, Alejandro. ¿Gobernanza financiera?: comparación de las matrices políticas de las que emergieron las CACs 2003 y 2014. *Revista Direito GV*, v. 15, n. 1, jan./abr. 2019, e1908. doi: <http://dx.doi.org/10.1590/2317-6172201908>.

*Alejandro Manzo*

DOCTOR EN DERECHO Y CIENCIAS SOCIALES Y MAGISTER EN SOCIOLOGÍA POR LA UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA (UNC), Y MASTER OF ARTS IN THE SOCIOLOGY OF LAW, DEL INTERNACIONAL INSTITUTE FOR THE SOCIOLOGY OF LAW (IISJ), ESPAÑA. 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.

*alemanzzo@hotmail.com*