



Revista Direito e Práxis

ISSN: 2179-8966

Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Manzo, Alejandro Gabriel

El discurso de la gobernanza como legitimador de las elites  
financieras en el campo de las reestructuraciones de deuda soberana

Revista Direito e Práxis, vol. 10, núm. 3, 2019, Julio-Septiembre, pp. 1617-1656

Universidade do Estado do Rio de Janeiro

DOI: 10.1590/2179-8966/2018/30165

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=350961243002>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

UDEM  
redalyc.org

Sistema de Información Científica Redalyc

Red de Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal

Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso  
abierto



## El discurso de la gobernanza como legitimador de las elites financieras en el campo de las reestructuraciones de deuda soberana

*The governance discourse as legitimating strategy of financial elites in the sovereign debt restructuring field*

**Alejandro Gabriel Manzo<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> Universidad Nacional de Córdoba, Córdoba, Argentina. E-mail: alemanzzo@hotmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9512-0798>.

Artigo recebido em 29/08/2017 e aceito em 12/09/2018.



This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License



## Resumen

La legitimidad de los procesos de construcción de normas de alcance global es un elemento central al tiempo de difundirlas y efectivizarlas. En este contexto, los promotores de los nuevos modelos de cláusulas ICMA (*International Capital Market Association*), en uso del discurso de la gobernanza, realizaron un esfuerzo extendido por presentar su emergencia como el resultado de una matriz política de cooperación horizontal, particularmente amplia e inclusiva. Este artículo analiza la composición y dinámica de esta matriz con el objeto de mostrar quienes –como y porque– participaron en su redacción. De igual modo, la compara con aquella propia de la ONU dirigida a crear una solución alternativa a la de estos modelos, a fin de dar cuenta empíricamente quienes fueron sus principales excluidos. A contramano de lo que postula la literatura especializada, este artículo argumenta que los modelos-ICMA emergieron de una matriz política liderada y controlada por las elites del mercado de deuda soberana que se cerró estratégicamente hacia aquellos agentes con potencialidad de cambio sobre el régimen de reestructuraciones vigente. El artículo advierte sobre la posibilidad de que aquellos elementos del discurso de la gobernanza que promueven valores democráticos sean – como en el caso concreto– utilizados ideológicamente por las elites para presentar sus propios criterios regulatorios como legítimos y extenderlos a vastas extensiones del planeta.

**Palabras Claves:** Gobernanza; Deuda soberana; Fondo Monetario Internacional (FMI); Organización de Naciones Unidas (ONU).

## Abstract

The legitimacy of the construction processes of norms of global scope is a key element in order to disseminate and enforce them. In this context, the promoters of the new ICMA clauses models, in use of the governance discourse, made an extended effort to present their emergence as the result of an open, inclusive and horizontally cooperative political matrix. This article analyzes the composition and dynamics of this matrix in order to show who –how and why– participated in the design of these models. Similarly, the article compares this matrix with that of the UN created for wording an alternative solution to ICMA-clauses, in order to empirically show who were the agents excluded from this matrix. Contrary to what the specialized literature postulates, this paper argues that the ICMA-models emerged from a political matrix led and controlled by the



sovereign-debt market elites that was strategically closed to those agents with potentiality for changing the current restructuring regime. The article warns that those elements of the governance discourse that promote democratic values can be ideologically used –as actually happened in the concrete case– by the elites to present their own regulatory criteria as legitimate and to extend them to vast areas of the planet.

**Keywords:** Governance; Sovereign debt; International Monetary Fund (IMF); United Nations (UN).



*“Where are the citizens in all the discussions about sovereign debt restructuring?”<sup>1</sup>*

## I. Introducción

El régimen de reestructuraciones de deuda soberana (REDS) se encuentra bajo reforma. En los últimos años se presentaron una serie de iniciativas tendientes a mejorarlo o, lisa y llanamente, a sustituirlo (Gelpern 2016, 46). De todas ellas, la iniciativa de resolver los problemas detectados a partir de «nuevos modelos de cláusulas contractuales» fue la que más prosperó (IMF 2014b): en efecto, en octubre de 2016, a poco más de dos años de su lanzamiento, 49 países de los 5 continentes habían emitido bonos internacionales usando los modelos en ella propuestos (IMF 2017, 3). Se está en presencia así de una modalidad regulativa de verdadero alcance global. Teniendo en cuenta que en este ámbito no existe un gobierno semejante al del Estado en el ámbito nacional cabe preguntarse: ¿De dónde emergió esta iniciativa? ¿Cómo y quiénes construyen el Derecho en el mercado financiero internacional?

La respuesta a este interrogante debe buscarse en la «gobernanza global» (Thakur y otros, 2014: 1; Moschella y Weaver, 2014:3). Esta –aclara Ruggie– se define, precisamente, como un modo de *gobernar* en la ausencia de un *gobierno* (Ruggie 2014, 5). Tras la crisis de 2007, la noción de gobernanza inundó el campo financiero, de una parte, en la esperanza de que ayude a solucionar problemas que en esencia exceden las fronteras de un Estado en particular y, de otra parte, como consecuencia de la emergencia de nuevos jugadores que reclaman crecientes cuotas de poder (Germain, 2014). La contraatacara de este fenómeno en el espacio jurídico fue la proliferación de modalidades regulativas que no se construyen siguiendo los patrones de jerarquía y verticalidad propios del Derecho Moderno (Sousa Santos, 2007). En el caso concreto, esto último es particularmente cierto si se advierte que los modelos de Cláusulas de Acción Colectiva (CACs) y *pari passu* que la iniciativa señalada promueve no son vinculantes para los deudores y acreedores que, consecuentemente, pueden o no incorporarlos en sus futuros contratos de emisión de deuda (IMF 2014b).

Pese a lo extendido de su uso, explica de Angelis, es posible extraer un conjunto de rasgos esenciales presentes en el grueso de los discursos sobre gobernanza; la

<sup>1</sup> Fragmento de noticia de *“Before It is New”* del 9 de junio de 2016, disponible en



gobernanza –como discurso vinculado al proceso de construcción o modificación de reglas jurídicas– implica «participación de multiplicidad de agentes interesados», «intereses y valores diversos en juego», «cooperación horizontal» y «búsqueda de gestión o solución de un problema común» (De Angelis 2003).<sup>2</sup> Los agentes que participan en estos procesos suelen hacer uso de estos rasgos al momento de presentar sus desarrollos con el objeto de legitimarlos frente a una audiencia más amplia: las nuevas CACs –señala Gelpert en esta dirección– “proviene de una intensa colaboración entre oficiales públicos y representantes del sector privado que se organizaron para acordar sobre un problema, una solución; un conjunto de sensibles concesiones mutuas se realizaron para que esto aconteciese (Gelpert 2014, 2)”.

Este uso del discurso de la gobernanza como factor *legitimante* se asienta y, al mismo tiempo, hace ostensible el carácter «normativo» de la noción de gobernanza (Aguilar Villanueva 2008, 84 y ss). Los rasgos esenciales descritos suelen ser asociados sin más a valores democráticos (Sousa Santos 2007, 37)<sup>3</sup> y, por lo tanto, facilitan el auto-cumplimiento de las reglas producidas, algo fundamental en la era de la globalización en la que no existen mecanismos coercitivos centralizados (Gabel 2012). En este sentido, corresponde advertir que en el campo financiero la redacción de estándares o códigos de conducta no vinculantes –como las nuevas cláusulas contractuales– tiende a ir acompañada por un conjunto de acciones estratégicas dirigidas a que dichos estándares o códigos se difundan entre sus destinatarios (Lee 2012).

Ahora bien, para que la gobernanza, como matriz generadora de normas y prácticas jurídicas, sea legítima más allá del plano discursivo *debería* cumplir con un conjunto de presupuestos –en términos de equidad, apertura, inclusión, etc– no siempre presentes en este campo (Kern 2015, 14).<sup>4</sup> En este sentido, desde la tradición de la teoría crítica del Derecho (Sousa Santos 2007, 38), distintos autores advierten

<sup>2</sup> Seguimos en este artículo la conceptualización de gobernanza de De Angelis (2003). A fin de profundizar en torno a esta conceptualización y su relación con los procesos de reestructuración de deuda soberana, ver Manzo (2018).

<sup>3</sup> Es relevante observar que la historización y conceptualización del concepto de gobernanza por parte de Sousa Santos (2005; 2007) es coincidente con la de De Angelis (2003) y sus desarrollos están especialmente adaptados al análisis de fenómenos socio-jurídicos como el aquí analizado.

<sup>4</sup> La problematización de la cuestión de la legitimidad en el marco de la gobernanza económica global (Moschella y Weaver, 2014) ha dado lugar en el campo del Derecho a nuevas propuestas doctrinarias, como el Derecho Público Internacional y el Derecho Administrativo Global, que tienen como propósito reconstruir/traducir al plano global los estándares que se le exigen a las autoridades públicas en el nivel estatal para que sus actos sean considerados legítimos en una sociedad democrática (Patrício Ferreira Lima 2018, 10).



acerca del carácter ideológico que puede adquirir el discurso de la gobernanza cuando la gobernanza de hecho no cumple en la práctica con estos presupuestos: las nociones de participación y cooperación horizontal pierden su carácter democrático cuando grupos de poder hegemónico las utilizan para mantener sus posiciones de privilegio y favorecer sus propios intereses (De Angelis 2003; Ives 2015; Sousa Santos 2005, 2007). Sousa Santos (2005, 2007) propone en esta dirección estar atentos tanto a lo que los participantes u observadores dicen sobre el proceso de construcción de un determinado modelo regulativo como también sobre aquello que este proceso oculta.

Siguiendo esta perspectiva, este artículo procura no sólo describir quienes – como y porque– participaron en la redacción de las nuevas cláusulas contractuales sino también quienes fueron sus principales excluidos. La tarea de visibilizar a estos últimos agentes se realiza en este trabajo a partir de una metodología fundamentalmente comparativa que cobra sentido, en el caso concreto, al advertir que junto al proceso de redacción de estas cláusulas se activó uno paralelo en la ONU tendiente a la redacción de un mecanismo «estatutario o legal» para regular las REDs (A/RES/68/304 2014).<sup>5</sup> Dicho en otros términos, este trabajo compara la matriz política de la que emergieron las cláusulas contractuales con aquella de la iniciativa de la ONU con el objeto de exhibir empíricamente cuáles fueron los agentes que estuvieron ausentes en la primera matriz y presentes en la segunda.

A los fines de realizar este análisis empírico, el artículo utiliza como fuente principal de datos los informes y resoluciones oficiales de las instituciones involucradas en estas experiencias<sup>6</sup> y un conjunto de trabajos redactados por sus propios participantes y, como tales, por observadores directos de sus dinámicas.<sup>7</sup> Los resultados obtenidos se organizan en términos de un «juego» de agentes que se clasifican en tres grandes grupos según si pertenecían al «sector oficial» (gobiernos de Estados), a la «sociedad global» (entes supra o intergubernamentales/estatales) o a la «sociedad civil»

<sup>5</sup> Para comprender las diferencias entre el enfoque «contractual» y el «estatutario» (o legal) en el campo de reestructuraciones ver el punto B (“solución contractual”) del título siguiente. A fin de profundizar al respecto ver Ranieri (2015) y Manzo (2018a).

<sup>6</sup> Básicamente, los informes y resoluciones pertinentes de la ONU y el FMI.

<sup>7</sup> Entre otros, los de Hagan (2014), Gelpert (2014), Makoff-Kahn (2015), Sobel (2016), DeLong-Aggarwal (2016) y Gelpert-Heller-Setser (2015). Salvo el trabajo de Makoff-Kahn (2015), el resto fueron escritos por autores que participaron de manera directa en la redacción de las CACs-2014.



(entes no gubernamentales). Previo a la presentación de estos grupos, se muestra el principio a partir del cual los agentes participantes fueron seleccionados.<sup>8</sup>

Estos agentes, haciendo uso de los elementos constitutivos del discurso de la gobernanza, presentaron la emergencia de estos modelos contractuales como el resultado de un esfuerzo extendido de cooperación horizontal entre los representantes de todos los sectores interesados en una correcta organización de las REDs (Hagan, 2014; Gelpern, 2014; Makoff y Kahn 2015; Sobel, 2016; DeLong and Aggarwal, 2016; Gelpern, Heller, and Setser, 2015; IMF 2014a).<sup>9</sup> A contramano de esta visión de los acontecimientos, el presente artículo argumenta que estos modelos emergieron de una matriz política liderada y controlada por las elites del mercado de deuda soberana. Se trató de una matriz, comparativamente más excluyente que aquella de la ONU, que se cerró estratégicamente hacia aquellos agentes con potencialidad de producir un cambio profundo en el régimen de reestructuraciones vigente. En este contexto, el discurso de la gobernanza –al esconder su principio de selección y poner entre paréntesis las precondiciones de las que emerge (Sousa Santos, 2005; 2007)– aparece como un discurso fértil para las elites al tiempo de legitimar sus propios criterios regulativos y exhibirlos como el producto de una concertación de agentes amplia e inclusiva; algo fundamental al momento de difundirlos a vastas extensiones del globo.

## II. El principio de selección: problema de acción colectiva y solución contractual

La matriz política que redactó las nuevas cláusulas contractuales, como cualquier otra matriz, emergió de un «principio de selección». Este principio opera a través de una lógica binaria de «inclusión»/«exclusión» que define en un mismo movimiento los participantes y no participantes en el juego. Ahora bien, explica Sousa Santos (2005;2007), la gobernanza se ve a sí misma como autogenerada cooperativamente y, por lo tanto, cree ser todo lo incluyente que podría ser. Es por ello que, en este discurso, aquello que se excluye, en lugar de reconocerse como tal, está totalmente ausente

<sup>8</sup> La lógica del principio de selección de la matriz encargada de diseñar los nuevos modelos de CACs ha quedado plasmada en los artículos enumerados en la nota precedente que se utilizan a estos efectos como fuente de datos.

<sup>9</sup> Esta misma lógica discursiva fue utilizada por los representantes de aquellos países que votaron en contra de la redacción de un mecanismo estatutario en la ONU a los efectos de legitimar su posición en la Asamblea General (A/68/PV.107. 2014).





(Sousa Santos 2007, 38). Dicho en otros términos, el discurso de la gobernanza invisibiliza el principio de selección de la que ésta emerge y, consecuentemente, el código binario dentro-fuera que la conforma.

A diferencia del proceso de la ONU, en el que la convocatoria a conformar el Comité encargado de redactar el mecanismo estatutario para REDS fue abierta y pública (A/RES/69/247 2014), en el de la iniciativa contractual los participantes se eligieron –siguiendo las modalidades de selección presentadas por De Angelis– «a mano» y a «puertas cerrada» (De Angelis 2003, 22). Estos participantes fueron de hecho invitados a formar parte de reuniones periódicas en las que el público en general se encontraba ausente (Sobel 2016).

Quienes ingresaban a estas reuniones partían implícitamente de coincidir en que la función de la matriz a la que ellos voluntariamente adherían era la de solucionar, a partir de una determinada modalidad regulativa, un problema específico del régimen de reestructuraciones vigente. La matriz era así presentada como una matriz cuya razón de existencia era eminentemente «práctico» (Sobel 2016, 4) y, desde allí, como «neutra» y «apolítica»: un Grupo de Trabajo, que buscaba producir –en palabras de Gelpern– sobre un problema, una solución (Gelpern 2014, 2).

Ahora bien, la definición de dicho problema y de la modalidad dentro de la cual éste debía solucionarse aparecían, en este proceso, como ya dados. De este modo, su puerta de entrada excluía –desde el inicio y en sí misma– a aquellos agentes del debate sobre reestructuraciones que no coincidiesen o pretendiesen problematizar esta definición. Estamos en presencia, en efecto, del núcleo del principio de selección de la matriz señalada: el ingreso al juego suponía adherir a una definición que, lejos de ser neutra y apolítica, encerraba –como se muestra a continuación– una determinada manera de pensar y valorar el mercado de deuda soberana y su relación con el Estado y la sociedad.

**A- Problema de acción colectiva:** el régimen de reestructuraciones es central en la Arquitectura Financiera Internacional (AFI). Cuando la deuda soberana de un Estado es, o está por devenir, insustentable, su gobierno procura refinanciarla o reducirla; esto es, reestructurarla. La prevención, gestión y/o resolución de una crisis financiera depende en buena medida de la correcta sustanciación de este proceso: de allí que el régimen que los ordena ponga en movimiento a estos efectos a las principales instituciones y agentes del mercado financiero. Su modificación, consecuentemente,



puede producir cambios sobre distintas instancias de la economía global considerada como un todo.

El actual régimen de REDs nació en las décadas del '70/'80. Es, advierte Gelpern, un régimen «modular»: su principal módulo se erige en torno al FMI (Gelpern 2016). En términos generales, cuando un Estado en los años '80 deseaba reestructurar su deuda suscribía un programa financiero con dicho organismo. Este programa suponía un verdadero «plan de reestructuración» en el que se tasaba el monto y tipo de deuda a renegociar, la modalidad escogida para hacerlo, las políticas que el gobierno debía seguir para salir de la situación de zozobra económica en la que se encontraba, y el monto y el cronograma de desembolso del paquete financiero que lo acompañaría dando cuenta de los aportes que cada uno de los tipos de prestamistas involucrados en el proceso debía realizar (Manzo, 2018; Boughton 2001). Visto de este modo, el FMI, en una reestructuración, ataba a través de este régimen a todos los agentes significativos del mercado de deuda soberana.

Este régimen surgió de un acuerdo entre los gobiernos de las economías avanzadas (Lee 2012). Tras el estallido de la crisis de la deuda externa en los años '80, el G-7 delegó al FMI, cuyo gobierno mayormente controlaba, la potestad de intervenir en los países afectados. Este proceso es fundamental para comprender la emergencia de lo que Sousa Santos (2005) denomina como la «matriz política» de la globalización neoliberal en tanto sirvió no sólo para potenciar la red de relaciones existentes entre los gobiernos del G-7 entre sí y con las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) sino, fundamentalmente, porque modificó la relación de estos extremos con los grandes bancos comerciales. En los '70, señala Boughton, el vínculo entre estos últimos y el FMI podía calificarse como “de mutua y beneficiosa dependencia (Boughton 2001, 275)”. La respuesta ideada para enfrentar la referida crisis transformó este vínculo en una coordinación política de actividades conjuntas: en efecto, el nuevo régimen instó a los acreedores, de una parte, a conformar un Comité Asesor que operó como centro de representación de estos bancos hasta principios de los '90 y, de otra parte, a activar operaciones de créditos concertadas para acumular los recursos de los paquetes financieros coordinados por el FMI (Nemiña y Larralde, 2018; Manzo 2018).

A principios del siglo XXI, el régimen creado sufrió su principal modificación y el FMI –junto al G7 y las principales asociaciones del capital financiero– difundió por primera vez modelos de CACs. La lección más relevante de las crisis de los países



emergentes de finales de los '90 fue, desde la óptica de estos agentes, aquella que consideraba que no toda crisis se podía resolver a través de «rescates financieros». Al restringir la concesión de estos rescates se amplió el rango de posibles reestructuraciones: efectivamente, cuando el FMI juzga insustentable una deuda recomienda al deudor su rápida reestructuración y supedita su apoyo financiero a dicha operación (Manzo 2018a). Este apoyo se encauza a través de la firma de un programa de financiamiento que define las pautas en el marco de las cuales las negociaciones se llevarán a cabo. Estas negociaciones tienen por objeto especificar el contenido de una oferta de reestructuración. El organismo espera que el porcentaje de adhesión requerido para que dicha oferta sea obligatoria para todo el universo de acreedores participante en la reestructuración sea regulado a través de CACs incorporadas por las partes oportunamente en los contratos de emisión de deuda siguiendo sus modelos propuestos (IMF 2013a; Krueger and Hagan 2005).

Los casos de Argentina y Grecia, en el contexto de la crisis financiera global, volvieron a poner en el tapete las bondades del régimen vigente (IMF 2013; 2014b). El informe de 2013 del FMI observó las siguientes dificultades en su reproducción; las últimas reestructuraciones: a) han llegado demasiado tarde y han sido poco profundas; b) no han logrado asegurar un comportamiento de buena fe de los participantes en negociaciones *post-default*; c) han planteado dudas con respecto al rol y la seguridad del financiamiento oficial; d) no han sabido resolver de manera adecuada el «problema de acción colectiva» (IMF 2013a, 1–2).

Para comprender este último problema es necesario advertir que, por un lado, en una reestructuración –luego de la titularización de deudas de los '90– suelen participar cientos o miles de acreedores de diferente naturaleza y tamaño y, por otro lado, ningún cambio en los términos originales de un contrato de deuda puede efectivizarse sin que sea aceptado por ellos voluntariamente. En este contexto, la existencia de acreedores disidentes o *holdouts*, sean litigantes o no, puede generar una serie de dudas con respecto a la coordinación de la acción colectiva del grueso de los acreedores interesados en aceptar o que ya hayan aceptado la oferta de reestructuración de un Estado dado; dudas que, en último término, generan incertidumbre sobre el proceso de reestructuración en general (DeLong; Aggarwal 2016).



La matriz política de la iniciativa contractual se conformó, precisamente, para disipar estas dudas. Con ello, hacia su interior, sus promotores redujeron el complejo debate que se estaba dando en torno a las reestructuraciones a un debate exclusivamente en torno al problema de la acción colectiva. Cualquier otra problemática ajena a este problema, aún aquellas otras detectadas por el propio informe del FMI de 2013, quedaban en esta matriz, desde su propia conformación, fuera de foco: el esfuerzo del Grupo de Trabajo creado –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, 4)”.

El grado en que este diagnóstico redujo el debate existente sobre REDS se hace visible cuando se lo compara con aquél sobre el que se asentaba el Comité conformado en la ONU. La resolución de la Asamblea General que le dio origen advirtió en este sentido que este Comité, inspirado en los principios que informan la «agenda para el desarrollo» (UNCTAD 2015), tenía por objeto redactar un mecanismo que regulase en un sólo instrumento estatutario las distintas vicisitudes que se presentan en las reestructuraciones: lo que estaba en crisis en este diagnóstico no era un aspecto puntual del régimen vigente sino el régimen en sí mismo (A/RES/68/304 2014).

**B- Solución contractual:** ingresar a la matriz que se analiza implicaba necesariamente adherir a que los problemas de acción colectiva detectados podían –y debían– solucionarse a partir del enfoque contractual; o lo que es lo mismo, la matriz en sí misma se creó con el objetivo de solucionar dichos problemas a partir de la mejora de los modelos de CACs y cláusulas *pari passu* existentes (IMF 2014b): “la alternativa, expresan Makoff y Kahn, era un enfoque estatutario (Makoff and Kahn 2015, 3)”.

Ambos enfoques, el contractual y el estatutario, aparecen aquí como un par conceptual indisoluble o, si se quiere, como dos caras de una misma moneda. Ahora bien, para los promotores de esta iniciativa –a diferencia de los de la ONU–<sup>10</sup> estos extremos se presentaban como mutuamente incompatibles: esto es, ingresar a esta matriz suponía no sólo adherir a las bondades del enfoque contractual sino, también y simultáneamente, rechazar la redacción de un mecanismo estatutario (Sobel 2016).

<sup>10</sup> Los principios aprobados en función de la labor del Comité de la ONU instan a la incorporación de modelos de CACs (A/RES/69/319 2015).



En esta lógica dicotómica, matriz «pro-contractual/no-estatutaria», se encuentra el centro de la dimensión que se analiza. Esto es así, en tanto este par conceptual encerraba, desde la óptica de sus promotores, un conjunto de definiciones trascendentes sobre lo que debía –y no debía– implicar la modificación del régimen de reestructuraciones:

1) *Contractual/mercado vs estatuario/regulativo*: el enfoque contractual, expresa el director del Departamento Legal del FMI, es un enfoque “basado en el mercado” (Hagan 2014, 1). Los contratos, como modalidad jurídica, no interfieren en su lógica auto-regulativa: oferentes y demandantes de forma descentralizada negocian sus derechos y obligaciones sin la intervención de un tercero, pudiendo o no incorporar los modelos de cláusulas propuestos.

El enfoque estatuario, por el contrario, es «regulativo». Por su propia naturaleza opera por encima o independientemente de la voluntad de las partes contratantes y con el objeto de salvaguardar un conjunto de valores que sus promotores juzgan como trascendentes. Esta cualidad se desprende de su origen «oficial»: un mecanismo de este tipo adquiere su validez jurídica de la autoridad de una entidad – Estado u organización interestatal– con poder político por sobre los agentes privados (Bolton 2003; Manzo 2018a).

Definido el dilema en estos términos, adherir a la matriz señalada implicaba al mismo tiempo, por un lado, confiar en que el mercado era capaz de resolver por sí mismo los problemas existentes en las reestructuraciones<sup>11</sup> y, por otro lado, oponerse a la redacción de normativas que precisamente fuesen entendidas como susceptibles de interferir en su lógica auto-regulativa. En un plano mayor de abstracción, este dilema reproducía en este campo la disputa más general que se daba por entonces entre agentes ortodoxos y heterodoxos con respecto a las bondades de la globalización neoliberal: para los primeros las crisis financieras no obedecían a «fallos del mercado» sino a «fallos de sus regulaciones»; desde allí, consideraban que –como en el caso concreto– era necesario mejorarlas pero no incrementarlas, tal como lo proponían los segundos (Steimberg 2011, 107).

2) *Contractual/técnico vs estatuario/político*: los debates relativos a reestructuraciones, repitieron una y otra vez los representantes de los países que se

<sup>11</sup> Para comprender la relación entre gobernanza, como principio organizativo relativamente autónomo de las fuerzas del mercado, y el mercado propiamente dicho, ver De Angelis (2003).



opusieron en la ONU a la creación del Comité encargado de redactar el mentado mecanismo legal y que participaron en la matriz de la iniciativa contractual, son de índole muy técnica (A/68/PV.107 2014).

En primer lugar, «lo técnico», desde su perspectiva, se asociaba a lo «específico». El conocimiento técnico que esta temática suponía –estos representantes entendían– sólo podía adquirirse a partir de la especialización de los agentes en el campo objeto de reforma: la Asamblea General, dijo el representante de Canadá en este sentido, que no “tiene como propósito [específico] examinar cuestiones de la deuda (...) no es el órgano apropiado para celebrar [esta clase de] deliberaciones (A/68/PV.107 2014, 17)”.

En segundo lugar, «lo técnico» se relacionaba aquí con la «neutralidad». Para los promotores de esta matriz, quienes debían liderar las discusiones sobre reestructuraciones eran los «expertos» y no otros participantes con intereses en la temática. Más relevante aún, desde su cosmovisión, los expertos eran aquellos agentes sociales especialistas en el objeto de estudio y con capacidad de aislar las distintas manifestaciones de este objeto de la política, los intereses y valores. Las discusiones en la ONU, precisamente por no cumplir con estas máximas, se definían en oposición a esta lógica como «politizadas».<sup>12</sup>

Construido el par conceptual en estos términos, adherir a la matriz que se analiza suponía simultáneamente, por un lado, entender que la voz autorizada a crear el Derecho en el ámbito de las reestructuraciones era la de aquellos agentes cuyo conocimiento sobre el objeto de reforma se había formado al calor de su inscripción específica en el mercado de deuda soberana y, por otro lado, oponerse a la apertura de foros de discusión, como la ONU, no específicos y a la participación de agentes interesados en el debate con otros saberes no científicos o de concepciones científicas que no aislaban el objeto de reforma de otras dimensiones de la realidad social (en particular, concepciones deuda soberana/desarrollo-derechos humanos). Es relevante aclarar que a través de esta lógica los promotores de la iniciativa producían un proceso de selección en el que el punto de inicio de la matriz y su composición se cerraban sobre sí mismos: a) como la razón de existencia de esta matriz era la de construir modelos contractuales que mitigasen el problema de la acción colectiva y b) como sus

<sup>12</sup> Ver las argumentaciones de los representantes de los países que se opusieron a la creación del Comité Especial en la ONU en A/68/PV.107 (2014).



participantes debían ser expertos en el área específica de conocimiento que se procuraba reformar, se sigue desde allí que quienes ingresaban a la misma eran aquellos agentes del debate sobre reestructuraciones especialistas en la construcción de modelos contractuales para mitigar esta clase de problemas. En tanto los puntos a) y b) aparecían como ya dados y el conocimiento de estos especialistas se presentaba como neutro, la matriz ocultaba su carácter político en un doble movimiento interrelacionado.

3) *Contractual/orden vs estatuario/caos*: “la iniciativa [contractual] –advertía Gelpert (2014:2)– representa un cambio incremental”. Este tipo de cambio era valorado positivamente por sus promotores en tanto se asociaba a la «previsibilidad» y esta noción, a su vez, a los costos del financiamiento. Por el contrario, la creación de un mecanismo estatutario –sostenía el representante norteamericano en la ONU al tiempo de justificar su oposición– “generaría incertidumbre en los mercados financieros. Si los prestamistas abrigan una incertidumbre mayor (...) lo más seguro es que cobren primas de riesgos más elevadas (A/68/PV.107 2014, 5)”.

La previsibilidad de la iniciativa contractual –en la cosmovisión de sus promotores– provenía de las siguientes características de su proceso de construcción; éste se presentaba como un proceso asentado sobre: en primer lugar, un diagnóstico puntual que dejaba desde el inicio fuera de discusión todo otro elemento del régimen de reestructuraciones que no se vinculase específicamente al problema de la acción colectiva observado (Sobel 2016, 4) ; en segundo lugar, la experiencia precedente: este nuevo *round* de reformas, observaba oportunamente Gelpert, “se construye sobre la base de las cláusulas anteriores y se nutre de los beneficios de décadas de intenso debate (...) sobre los contratos de deuda soberana (Gelpert 2014, 2)” ; en tercer lugar, una organización que abría sus puertas a representantes de agentes del mercado –los acreedores– que sus promotores entendían podían ser reticentes a aceptar cambios como los que la iniciativa se proponía realizar y con el objeto de que los validasen desde su propia redacción (Hagan 2014, 1).

Para los agentes que activaron esta matriz, la imprevisibilidad del enfoque estatutario devenía de su orientación más general y heterodoxa; en particular, sus promotores se oponían a la apertura del Comité en la ONU porque su labor, se juzgaba, podía impactar sobre tres pilares del régimen de reestructuraciones: a) el rol de las jurisdicciones financieras claves y, en particular, sobre “la continuidad de Nueva York como el mayor centro financiero para la emisión de bonos internacionales (Sobel 2016,



5)”; b) “el papel del FMI (Gelpern 2016, 86)”; c) el grado de protección que brindaba a los derechos contractuales de los acreedores (Sobel 2016; Hagan 2014).

Definido el dilema en estos términos, ingresar a esta matriz importaba adherir a la idea de que era necesario, por un lado, producir un cambio incremental y consensuando con los acreedores sobre un aspecto en concreto del régimen vigente y, por otro lado y al mismo tiempo, evitar que se realizase una transformación más profunda de dicho régimen –en especial en lo atinente al rol de las jurisdicciones financieras claves, las IFIs y los derechos contractuales– que, se entendía, aumentaría los costos del financiamiento hacia los mercados emergentes.

### III. La matriz política de la iniciativa contractual: agentes incluidos y ausentes

La iniciativa contractual emergió, tal como se muestra a continuación, de una matriz política que relacionó en forma de red al sector oficial, la sociedad global y civil.

**A. Sector oficial:** esta matriz fue liderada por el Tesoro Norteamericano. Su primera acción en este sentido fue, a principios de 2013, dejar en claro que su gobierno no apoyaba el enfoque estatutario y, consecuentemente, que el proceso de reforma se encauzaría a partir de nuevos modelos de cláusulas contractuales (Sobel 2016, 4).

Por entonces, el poder ejecutivo estadounidense tenía interés directo en activar este proceso. El 21 de noviembre de 2012 el juez Griesa había precisado el contenido de su *injunction* contra Argentina<sup>13</sup> y un mes después dicho poder expresaba su preocupación ante la propia Corte de alzada, advirtiendo de los efectos negativos que la decisión adoptada podría tener sobre el mercado de deuda soberana y la jurisdicción de Nueva York, en particular.<sup>14</sup> Visto de este modo, desde su perspectiva, la activación del proceso de reforma buscaba en buena medida evitar que dichos efectos de hecho se produjesen a partir de la modificación de las cláusulas señaladas (IMF 2014b).

Este rol de liderazgo del Tesoro Norteamericano en el ámbito de las reestructuraciones no era novedoso. De hecho, este organismo lo había ejercido desde la emergencia misma del régimen vigente, tal como lo atestiguan los planes Baker

<sup>13</sup> NML case: *Amend to the February 23, 2012, Orders; November 21, 2012, US District Court of New York.*

<sup>14</sup> NML case: *US Amicus Curiae in Support of Argentina, December 28, 2012, Court of Appeal for the Second Circuit, New York.*





(1985) y Brady (1989) cuyos nombres provienen precisamente de quienes en aquellos años lo dirigiesen. Más recientemente, el Tesoro había ejercitado este rol en el campo específico de la disputa entre *estatutaristas* y *contractualistas* de principios de 2000: en efecto y paradójicamente, tanto la iniciativa de conformar un mecanismo estatutario en el FMI (SDRM) como su contrapropuesta de resolver los problemas observados por medio de CACs habían sido en 2001-2003 impulsadas desde su interior, primando en su seno, claro está, esta última opción (Quarles 2010).

Esta experiencia jugó un rol central en la conformación de la nueva matriz: “las deliberaciones actuales, rememoró en esta dirección quien las presidiese, fueron construidas en gran medida sobre el trabajo precedente del Tesoro sobre CACs (...) las nuevas cláusulas reflejan la continuidad del enfoque norteamericano bajo las administraciones de Bush y Obama (Sobel 2016, 4)”. Esta continuidad no fue sólo discursiva y de contenido sino también práctica. Existió, efectivamente, una suerte de aprendizaje institucional en el que los actores, los canales abiertos entre ellos y las dinámicas que asumió la primera experiencia organizativa se reprodujeron en buena medida en esta segunda, lo cual fue fundamental al tiempo de garantizar su éxito con respecto a la competencia de otras matrices incipientes como la de la ONU.

En el caso concreto, el rol de liderazgo del Tesoro fue ejercitado desde diferentes lugares. En primer lugar, expresa Sobel, fue éste quien «convino» la creación del Grupo de Trabajo que llevaría adelante la iniciativa (Sobel 2016, 4). La acción de convenir implicó en este contexto no sólo 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 de discusión –efectuadas en abril y octubre de 2013, abril de 2014 y, de forma electrónica, a principios de 2014– entre sus participantes. Hacia su interior, la labor más técnica y palpable del proceso fue ejercida por equipos de expertos, mayormente legales, encargados de elaborar borradores con propuestas para ser debatidas en estas reuniones (Sobel 2016; Makoff and Kahn 2015).

En segundo lugar, el Tesoro fue quien presidió el Grupo de Trabajo. Esta presidencia fue ejercida por Mark Sobel en representación del área de «Política Financiera y Monetaria Internacional» de su «Secretaría de Asuntos Internacionales» (Sobel 2016). Esta área se presenta como un punto nuclear tanto hacia el interior de esta Secretaría, al entrelazar sus dos secciones principales, como hacia su exterior en



cuanto condensa de forma específica la relación entre el Tesoro Norteamericano y el grueso de los agentes del mercado de deuda soberana. Esto último es relevante al momento de comprender que la invitación de estos agentes a participar en el proceso de reforma no se realizó en abstracto sino sobre la base de relaciones institucionales –y en muchos casos personales– preexistentes, propias de las prácticas administrativas de un Estado que se ubica en el centro de la gobernanza financiera global desde sus orígenes.

En tercer lugar, el Tesoro participó en este proceso a partir de los miembros de su propio *staff*. En concreto, dichos miembros fueron seleccionados de la mencionada Secretaría de Asuntos Internacionales y de su Oficina del Consejo General.<sup>15</sup> En este contexto se destacó la labor de Brad Steser (ver Tabla Nº 5), cuya trayectoria individual delinea un patrón recurrente entre los expertos involucrados en esta matriz en el que se entrelaza un proceso formativo en universidades anglosajonas de elites, desempeño académico relacionado con el universo de las reestructuraciones, trabajo en agentes privados involucrados en el mercado de deuda soberana, ejercicio de actividades en IFIs y en el sector oficial con experiencia práctica en la gestión de alguna crisis financiera en países emergentes.<sup>16</sup>

En segundo término, el sector oficial estuvo representado por autoridades del Reino Unido cuya jurisdicción fue elevada en esta matriz a la par de la de Nueva York. En efecto, los modelos contractuales señalados fueron diseñados específicamente para ser aplicados en estas jurisdicciones bajo cuyas legislaciones, expresa el FMI, se emiten el grueso de los bonos soberanos internacionales (aproximadamente el 88% del *stock* de estos bonos en circulación en 2014 había sido efectivamente emitido bajo estas dos legislaciones); (IMF 2014b, 6).

La colaboración estrecha entre las autoridades norteamericanas y británicas tampoco fue un rasgo exclusivo de esta matriz. El triunfo de las CACs por sobre el SDRM estuvo influenciado por una «alianza estratégica», sellada a principios del 2002, entre el funcionario del Tesoro estadounidense, Taylor, y su contraparte británico, O'Donnell, para diluir el soporte europeo al segundo de los enfoques y presentar un frente unificado a favor del primero en el G-7 (Gulati; Gelpern 2006, 44). Coyunturalmente, al

<sup>15</sup> Entre otros, Das, Barber y Salladin (Oficina del Consejo General) y Steser, Pollard, Senich y Hull (Secretaría de Asuntos Internacionales), (Sobel 2016, 4).

<sup>16</sup> Ver síntesis de su trayectoria en <http://www.cfr.org/experts/geoeconomics-deficit-central-bank/brad-w-setser/b8937>, consultada el 24-02-2016.



momento de la reforma, esta jurisdicción se encontraba salpicada por los problemas de la acción colectiva detectados: de una parte, en tanto en el caso griego, el principal porcentaje de bonos internacionales reestructurados habían sido emitidos bajo ley inglesa y, de otra parte, en cuanto en el caso argentino, la Corte de Londres había entrado en tensión con la de Nueva York (IMF 2014b).<sup>17</sup> El rol destacado de esta jurisdicción en esta matriz se concretizó, en particular, a partir de la participación de agentes oficiales y expertos legales especializados en sus particularidades (Sobel 2016).

A diferencia de la experiencia de principios del 2000, en esta oportunidad el G-7 no se involucró como tal en la matriz política conformada. Aunque los representantes oficiales de Francia y Alemania fueron invitados a las reuniones de discusión (Sobel 2016, 4) y los de Canadá, Italia y Japón declararon estar activamente insertos en el debate sobre CACs por intermedio del FMI (A/68/PV.107 2014), su participación en este proceso fue, comparativamente a la de sus pares anglosajones, secundaria. Teniendo en cuenta que los países mayormente afectados por la crisis global se ubicaban por entonces en Europa Continental, un hipotético observador podría calificar este grado de participación como inconsistente. Sin embargo, esto no es así en la medida en que, en enero de 2013, es decir a meses de la realización de la primera reunión de la matriz, la Comunidad Europea había presentado sus propios modelos de CACs (DeLong; Aggarwal 2016, 10). Ahora bien, este rol secundario se transformó en principal y el G-7 adquirió contornos definidos en su oposición al Comité de la ONU (ver tabla N° 1): su posición dominante en la gobernanza financiera global podría verse tan afectada como la de los EEUU y Gran Bretaña por la posible redacción de un mecanismo estatutario con epicentro en los países emergentes.

<sup>17</sup> *Knighthood Master Fund LP v. The Bank of New York Mellon* (2014), HC-2014-000704, *English High Court of Justice, Chancery Division, London*.



**Tabla N° 1: Resoluciones de la ONU en torno a REDS****(Votos a favor, en contra y abstenciones)**

<b>Votos</b>	<b>Resolución A/RES/68/304 (1)</b>	<b>Resolución A/RES/69/319 (2)</b>
Afirmativos	124 (70,45%) (G77+China en Bloque)	136 (74,32%) (G77+China en Bloque)
Abstenciones	41 (23,30%) (Francia e Italia)	41 (22,40%) (Francia e Italia)
Negativos	11 (6,25%) (Canadá, Alemania, Japón, Gran Bretaña y Estados Unidos)	6 (3,27%) (Canadá, Alemania, Japón, Gran Bretaña y Estados Unidos)
<b>Total:</b>	<b>176 (100%)</b>	<b>183 (100%)</b>

(1) "Towards the establishment of a multilateral legal framework (...)", September 9, 2014, UN.

(2) "Basic Principles on SDR Processes", September 10, 2015, UN.

Elaboración propia sobre la base de dichas Resoluciones de la Asamblea General de la ONU.

La representación del sector oficial en esta matriz se cerró con la participación de México, Brasil, Turquía y Uruguay en el Grupo de Trabajo del que emergieron las nuevas cláusulas contractuales (Sobel 2016, 4) ¿Por qué en particular participaron estos cuatro Estados? Porque ellos, uno podría argumentar, constituyen jugadores de peso en lo que a la demanda de divisas en el mercado de deuda soberana se refiere, pero tal argumentación no permitiría explicar por qué no estuvieron entonces representados otros grandes jugadores (vgr. China o Argentina) o por qué Uruguay, sin serlo, si lo estuvo. La respuesta a este interrogante debe encontrarse, en realidad, en la experiencia de las CACs precedentes. Uno de los principales desafíos en una reforma de tipo contractual es el de encontrar un Estado deudor que acepte el riesgo de ser el primero en utilizar los nuevos modelos contractuales. Los promotores de esta matriz procuraron –con éxito–<sup>18</sup> resolver este desafío incorporando desde el inicio en las discusiones a aquellos Estados que habían sido los primeros en usar las CACs en 2003

<sup>18</sup> Al igual que en 2003, México fue el primero en utilizar los nuevos modelos contractuales y para octubre de 2016 Brasil, Uruguay y Turquía ya lo habían hecho (IMF 2017). Es relevante destacar que estos últimos tres países apoyaron la iniciativa estatutaria en la ONU y, por lo tanto, constituyen una excepción a la dimensión "solución contractual/«no estatutaria»" del principio de selección presentado en el título precedente.



(México, Brasil y Uruguay) y sumaron a Turquía como representante a estos efectos de los países asiáticos y africanos (Gulati; Gelpern, 2006).

**Tabla Nº 2: Participación de Estados no G-7 en el Comité de la ONU.**

<b>Dimensiones</b>	<b>Comité Especial <i>Ad Hoc</i></b>
Autoridades por nacionalidad	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Presidente: Bolivia</li> <li>• Vicepresidente: Sri Lanka y, posteriormente, Azerbaiyán.</li> <li>• Relator: Argelia</li> </ul>
Cantidad de delegados	36 Estados con delegados*
Número de participantes en la labor del Comité	23 Estados con participación activa
Cantidad de declaraciones efectuadas	61 declaraciones en los tres periodos de sesiones (28 en el primero, 21 en el segundo y 12 en el tercero; realizadas por 18, 13 y 12 Estados, respectivamente).

Elaboración propia en base a: A/AC.284/2015/2, Report, Ad Hoc Committee, August 4, y A/AC.284/2015/INF/1, List of delegations, Ad Hoc Committee, October 14, UN General Assembly.

\* La lista de delegados de la Res. A/AC.284/2015/INF/1 se completa con los Estados participantes según la Res. A/AC.284/2015/2.

La participación descrita del sector oficial en esta matriz fue más acotada que aquella del Comité de la ONU. Mientras que el Tesoro Norteamericano fue quien convino su activación, en el caso de este Comité quien lo hizo fue el G77+China y su creación fue aprobada institucionalmente por 124 países (tabla Nº 1). De igual modo, la invitación a participar en su labor se dirigió a los 193 Estados que conforman su Asamblea General (A/C.2/69/L.4/Rev.1) y no a un grupo acotado y preseleccionado como en el caso de la iniciativa contractual. Efectivamente estuvieron representados en el referido Comité 36 Estados, lo que contrasta con los 9 que lo hicieron en el Grupo de Trabajo de esta iniciativa.<sup>19</sup> Ahora bien, de dichos 9 Estados, 5 formaban parte del G-7 y, de hecho, quienes resaltaron fueron los países anglosajones: si bien en este proceso los delegados de Estados no G-7 representaban un porcentaje relevante (4 de 9), en realidad, su rol fue secundario y acotado a las reuniones de discusión generales.<sup>20</sup> En la ONU, por el contrario, estos últimos Estados presidieron el Comité conformado y efectuaron 61 declaraciones durante sus tres periodos de sesión (Tabla Nº 2).

<sup>19</sup> El número “9” surge del texto de Sobel, único de las fuentes a nuestro alcance, que presenta los países involucrados en el proceso (Sobel 2016).

<sup>20</sup> Sobel (2016,10) destaca la participación de México en estas reuniones.



**B. Sociedad global:** el FMI fue la institución global por excelencia que participó en esta matriz. Al igual que el Tesoro Norteamericano, el organismo dejó en claro desde el principio que no adhería al enfoque estatutario (Sobel 2016, 4). Ahora bien, a diferencia de éste, el Fondo institucionalizó en mayo de 2013 esta declaración a través de su Junta Ejecutiva (IMF 2013b): “a menos que esta Junta cambie las directrices dadas al *staff*, expresa el Director de su Departamento Legal, nosotros seguiremos enfocados en este enfoque contractual (Hagan 2014, 2)”. En realidad, los esfuerzos del *staff* en este sentido habían comenzado en el Grupo de Trabajo convenido por el Tesoro Norteamericano, al menos, un mes antes de recibir las referidas directrices. Esto fue posible porque, dada la distribución del poder de voto por entonces existente en dicha Junta, una vez alineada la voluntad de los países G-7 las *chances* de que el Fondo adquiriese una dirección diferente a la de este Grupo eran virtualmente nulas (Tabla Nº 3).

Dicho en otros términos, los países emergentes podían en esta Junta disentir con la dirección acordada –como en efecto algunos lo hicieron en la reunión de mayo de 2013 (IMF 2013b, 2)– pero carecían del poder de voto suficiente como para impulsar una reforma de tipo estatutaria hacia el interior del FMI. Teniendo en cuenta la gobernanza y orientación ideológica de esta institución, a estos países tampoco les resultaba particularmente atractivo este curso de acción: de hecho, sus principales jugadores del mercado de deuda soberana habían rechazado el SDRM a principios del 2000 (Gulati; Gelpern 2006, 63) y en 2013 apoyaban la labor del Grupo de Trabajo creado por fuera de las IFIs para revisar el régimen de reestructuraciones vigente (UNCTAD 2015). El paso de esta revisión a la pretensión concreta de redactar un mecanismo legal en la ONU al año siguiente tuvo como catalizador los acontecimientos que a mediados del año 2014 llevaron el caso argentino a su máximo punto de ebullición (Val, 2017), lo que es un dato a considerar al tiempo de comprender por qué a mayo de 2013 las voces *pro-estatutaristas* no se alzaron con mayor vehemencia en la reunión de la Junta que apoyó la orientación contractual (IMF 2013b).



**Tabla N° 3: el peso del G-7 en el gobierno del FMI al año 2014.**

Dimensiones	Junta Ejecutiva del FMI
Sistema	A diferencia de la Asamblea General de la ONU en la que cada país representa un voto, en la Junta Ejecutiva del FMI el poder de voto se distribuye diferencialmente a partir de un sistema de «jurisdicciones» y «cuotas».
Reforma	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En 2006 se acordó un plan de reforma bianual de este sistema tendiente a reordenar el poder decisorio en el FMI en detrimento de las economías G7 sobre-representadas y a favor de las economías emergentes sub-representadas.</li> <li>• A 2014, este plan se había discontinuado porque el Congreso norteamericano no había aprobado las reformas del año 2010.</li> </ul>
Números (2014)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La Junta estaba integrada por 24 sillars: 8 eran ocupadas por representantes de un sólo país y 16 se compartían entre los 180 países-miembro restantes.</li> <li>• El G-7 tenía 5 sillars fijas propias, el control sobre otras 2 y un poder de voto acumulado superior al 45% del total.</li> <li>• EEUU poseía por sí solo poder de veto <i>de facto</i> sobre sus decisiones más relevantes.</li> </ul>

Elaboración propia en base a: información del sitio web oficial del FMI (<http://www.imf.org/external/spanish/>).

El porqué de la invitación al FMI a participar en esta matriz no requiere mayores justificaciones considerando su centralidad en el régimen de reestructuraciones y su relación estrecha con el Tesoro Norteamericano. Pensar que dicha relación se quebró a principios del 2000 en la disputa CACs vs SDRM es, por decir lo menos, una visión sesgada de lo ocurrido. De hecho, esta disputa puede ser presentada como prueba precisamente de lo opuesto; es decir, de su vínculo particularmente cercano: en efecto, ambas propuestas fueron fomentadas desde el Tesoro como dos alternativas a explorar al tiempo de llevar a la práctica la nueva orientación del gobierno de Bush en torno a la resolución de crisis financieras (Quarles 2010; Gulati; Gelpert 2006). Esta experiencia, a cuyo final las diferencias iniciales entre los principales accionistas del FMI ya habían sido superadas, fue fundamental para asegurar la celeridad de la organización de la nueva matriz posibilitando que el organismo presentase resultados concretos de su reforma contractual al tiempo en que los países emergentes impulsaban la iniciativa estatutaria en la ONU (Gelpert, Heller, and Setser 2015).

La activación de esta reforma a principios de 2013 en el seno del Fondo estuvo asociada, al igual que en la matriz en general, primordialmente a los casos griego y



argentino. Ahora bien, el grado de influencia de estos casos no fue en este proceso simétrico. Efectivamente, mientras que el caso griego fue central en la modificación de su política de financiamiento excepcional (IMF 2016), el caso argentino lo fue en lo referente a las cláusulas *pari passu* y CACs: esto es así, porque la decisión de la Corte de Nueva York contrariaba sus herramientas para lidiar con el problema de acción colectiva (IMF 2013a) y podría, como lo expresó en Mayo de 2013 su Junta Ejecutiva, “tener implicancias [negativas] sobre las futuras reestructuraciones soberanas (IMF 2013b, 1)”.

La participación del FMI en esta matriz se materializó a través de distintos roles. En primer lugar y al igual que aconteciese con los modelos de CACs precedentes, este organismo fue el encargado de «monitorear» el avance de las reformas efectuadas. La información que le permite ejercitar esta tarea proviene de una extensa base de datos que el Fondo colecta por diferentes medios y cuyos resultados oportunamente sintetiza en diferentes reportes (IMF 2017).

En segundo lugar y precisamente por lo anterior, el FMI cumplió un rol central en el «diagnóstico» de la situación que dio lugar a la emergencia de esta matriz. En concreto, en el informe de abril 2013 el organismo analizó empíricamente las reestructuraciones de Belice (2007-2013), Jamaica (2010-2013), Kitts and Nevis (2012), Grecia (2012) y Argentina (2005-2010), advirtiendo sobre las dificultades de las cláusulas existentes al tiempo de gestionar los problemas de acción colectiva y propuso avanzar con la modalidad contractual para enfrentarlas (IMF 2013a). Con ello, el organismo otorgó sustento técnico a la definición sobre la base de la cual esta matriz operaría, algo que –como ya se explicó– fue fundamental al tiempo de presentar su constitución frente a la comunidad internacional en términos neutros y apolíticos.

En tercer lugar, el FMI participó en las discusiones a partir de su propio *staff*. El Director del Departamento Legal, Sean Hagan, fue uno de los seis miembros del equipo encargado de elaborar el borrador de los modelos de CACs que se discutieron en la última reunión del Grupo de Trabajo (Sobel 2016, 8) y fue el vocero del organismo al tiempo de presentar los resultados obtenidos (Hagan 2014). Estos resultados se plasmaron en un informe elaborado por un equipo seleccionado a partir de miembros





del *staff* de tres de sus departamentos.<sup>21</sup> Si bien este informe tiene particularidades propias de una institución autónoma, su contenido se fundó en las actividades del referido Grupo (Sobel 2016, 8; DeLong; Aggarwal 2016). Los mismos miembros de este equipo interdepartamental son los encargados de monitorear el avance de las reformas (IMF 2017). Con ello, la burocracia del FMI, a partir de sus cuerpos técnicos profesionales, da continuidad a una matriz que se mantiene el grueso del tiempo en una suerte de estado latente y que se materializa como tal, en diferentes modalidades, frente a coyunturas particulares.

En cuarto lugar, el FMI aportó el espacio que sirvió de marco para operacionalizar en la práctica las reuniones de discusión del Grupo de Trabajo: en efecto, sus participantes se reunieron, en palabras de Sobel, en «los márgenes» de las Reuniones del FMI/BM –(Sobel 2016, 4)– que se realizan, generalmente en Washington, en abril y setiembre/octubre de cada año.

Finalmente, el FMI cumplió una función central en la «globalización» de la voluntad de una matriz que tuvo como epicentro los territorios de los Estados anglosajones. Este proceso se concretizó a partir de dos instancias interrelacionadas: de una parte, a través de la aprobación del informe que contiene su voluntad por parte de la Junta Ejecutiva en la que aparecen representados sus 189 Estados-miembro (IMF 2014a) y, de otra parte, por medio de diferentes estrategias de difusión de los nuevos modelos de cláusulas contractuales entre los agentes del mercado de deuda soberana (IMF 2015, 4).

---

<sup>21</sup> El equipo estuvo compuesto por Aggarwal, Bergthaler, Blair, DeLong y Pinto (LEG), Everaert, Papaioannou, Chung y Presciuttini (MCM); y Baqir, Asonuma, Pienkowski, Verdier y Xiong (SPR), (IMF 2014b, 3).



**Tabla N° 4: Entes del sistema de Naciones Unidas, interestatales o intergubernamentales participantes en el proceso de la ONU.**

Dimensiones	Comité Especial <i>Ad Hoc</i>
Invitación	La Asamblea General <i>invitó</i> a participar en el Comité Especial a todos los órganos y las organizaciones competentes del sistema de las Naciones Unidas, así como a los demás interesados pertinentes, incluidas las instituciones financieras regionales e internacionales, en particular el BM y al FMI, y otras organizaciones intergubernamentales
Participación de Entes del sistema de Naciones Unidas	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Presidencia Interina de la Asamblea General (ONU)</li> <li>• División de Globalización y Estrategias de Desarrollo (UNCTAD)</li> <li>• Oficina de Financiación para el Desarrollo (UNCTAD)</li> <li>• Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).</li> </ul>
Participación de Entes interestatales/ intergubernamentales	<ul style="list-style-type: none"> <li>• G-77+China</li> <li>• Corte Permanente de Arbitraje (CPA)*</li> <li>• Club de París*</li> <li>• Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR)</li> <li>• Centro del Sur</li> <li>• Alianza de Pequeños Estados Insulares</li> <li>• Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños (CELAC)</li> <li>• Mercado Común del Sur (MERCOSUR)</li> <li>• Comunidad del Caribe</li> <li>• Alianza Bolivariana para los Pueblos de Nuestra América</li> </ul>

Elaboración del autor en base a: A/AC.284/2015/2, Report, Ad Hoc Committee, August 4, and A/C.2/69/L.4/Rev.1, "Modalities for the implementation of resolution 68/304 (...)", November 22, 2014, UN General Assembly.

\* En la tercera mesa del primer período de sesiones expusieron miembros de CPA y Club de París; se desconoce si lo hicieron a título personal o en representación de estas entidades. Ver A/AC.284/2015/2

A diferencia de esta matriz, en el proceso de la ONU la invitación a participar en el Comité Especial encargado de redactar el mecanismo estatutario no se circunscribió a una institución global en particular sino que, por el contrario, fue amplia y abierta. Con la excepción del Club de París y pese a que dicha invitación expresamente consideró al FMI y al BM, ninguna de las IFIs se involucró en la labor en este proceso. Es relevante destacar que los avances realizados en términos de modelos de cláusulas contractuales fueron avalados por el G-20 (Sobel 2016). Sin embargo, este foro no participó como tal en su construcción. La matriz política de la ONU muestra en este punto una participación evidentemente más numerosa y heterogénea de entidades representativas del sector oficial con alcance regional o global que aquella de la iniciativa que se analiza (Tabla N° 4).



**C. Sociedad civil:** la sociedad civil, en el sentido más comúnmente usado del término (esto es, como un espacio social gobernado por lógicas diferentes a las del Estado y el mercado), no participó en esta matriz convocada por el Tesoro Norteamericano.<sup>22</sup> Quienes sí lo hicieron, fueron asociaciones representativas de los agentes privados del mercado de deuda soberana. El involucramiento de estas asociaciones constituye el aspecto que más resaltaron sus promotores al tiempo de presentar el proceso de construcción de esta iniciativa como un proceso cooperativo, incluyente y distinto de otros que lo precedieron.<sup>23</sup>

Su carácter innovador proviene, en primer lugar, del tipo de organización involucrada. La profunda reconfiguración que sufrió este mercado en los '90, pasando de ser un mercado dominado por créditos directos y sindicados a uno mayormente gobernado por bonos y derivados, modificó el universo de agentes en éste participantes. Junto a los grandes bancos comerciales que cuasi monopolizaban este universo a principios de los '80 se desenvolvían a principios de los 2000 una amplia gama de inversores de diferente tamaño, lógica y estructura y, a su vez, un conjunto de actores especializados en asistirlos tanto a ellos como a los demandantes de dinero. Con ello, el lugar que ocupaba el comité asesor de dichos bancos en la representación de este universo comenzó a ser cedido a asociaciones del capital financiero entre cuyos socios se encuentran incluidos esta variedad de nuevos jugadores.<sup>24</sup> Sin embargo, es relevante aclarar que este mercado sigue estando fuertemente concentrado y los grandes bancos continúan poseyendo un poder político preponderante al controlar los órganos directivos de estas asociaciones.<sup>25</sup> Cinco de ellas *carterizan* casi la totalidad de la comunidad de inversores<sup>26</sup> y buscan expresamente confeccionar o influir sobre la

<sup>22</sup> La aclaración cobra sentido porque, explica Sousa Santos, en el campo del análisis de la gobernanza algunos observadores incluyen a las «organizaciones empresariales» dentro de la sociedad civil (Sousa Santos 2007, 35). En el caso concreto, por ejemplo, el representante de EEUU en la ONU se refiere a las asociaciones de capital que participaron en esta matriz no como tales, sino en términos de ONGs (A/68/PV.107 2014, 5).

<sup>23</sup> Ver, por caso, Sobel (2016) y Hagan (2014).

<sup>24</sup> Ver, por ejemplo, lista de socios del *Institute of International Finance* (IIF) y de *International Capital Market Association* (ICMA) en sus páginas webs oficiales <https://www.iif.com/> y <http://www.icmagroup.org/>, respectivamente.

<sup>25</sup> Ver, por ejemplo, composición de los órganos directivos de IIF e ICMA en sus referidas páginas oficiales.

<sup>26</sup> *Emerging Markets Creditors Association* (EMCA), *Emerging Markets Traders Association* (EMTA), IIF, *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA) (antes, dividida en *Securities Industry Association* –SIA– y *Bond Market Association* –BMA–) e ICMA (antes dividida en *International Primary Market Association* –IPMA– and the *International Securities Market Association* –ISMA–), (Gulati; Gelpner 2006, 10).



confección de reglas o códigos financieros internacionales –vgr. *standard-setting bodies*; (Makoff and Kahn 2015, 3)–.

En segundo lugar, su carácter innovador deviene de la forma en la que se produjo este involucramiento. En el reporte Rey de 1996, considerado generalmente como el puntapié inicial del enfoque contractual vigente, la voz de los agentes privados se incorporó a través de encuestas (G10 1996). Aun cuando la comunicación con voceros de estos agentes fue constante durante la experiencia de las CACs de principios de '00, la iniciativa que la impulsó suele ser reconocida como una iniciativa del sector oficial. Las siete asociaciones líderes de inversores del momento (la llamada, «pandilla de las siete»)<sup>27</sup> presentaron en 2003 sus propios modelos de CACs, pero lo hicieron más de medio año después que el G-10 (Gulati; Gelpert 2006, 67). Por el contrario, esta nueva matriz las incluyó desde el inicio y estas asociaciones trabajaron, hacia su interior, codo a codo con el sector oficial y el FMI (Makoff and Kahn 2015).

Su participación no puede justificarse únicamente por los acontecimientos coyunturales. El caso argentino había implicado no sólo fricciones entre los acreedores y el Estado deudor, sino también entre los acreedores entre sí. De allí que, si bien a 2013 no existía acuerdo unánime en la comunidad de inversores en cuanto a la necesidad de reformar la cláusula *pari passu*, arribar a un acuerdo sobre ella era, como de hecho aconteció, más fácil que con respecto a las CACs (Sobel 2016). Por entonces, muchos de los temores de principios de '00 en torno a su uso habían quedado atrás, aunque las voces críticas todavía se mantenían firmes en algunos espacios de esta comunidad (PIIE 2014, 29 y ss). Ahora bien, el diseño de un nuevo modo de agregación como el que se proponía poner en práctica despertaba en ella nuevos reparos (Sobel 2016). En la aceptación de estas asociaciones de involucrarse en una reforma semejante jugó entonces un rol destacado la experiencia precedente en la que el sector oficial fue capaz de avanzar con las CACs sin darles participación directa en su construcción e, incluso, contra su resistencia. La posible redacción de un mecanismo estatutario se presentaba a sus ojos, aún como una opción menos deseable. 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

<sup>27</sup> Las siete asociaciones que conformaban esta “pandilla” eran en 2003: EMCA, EMTA, IIF, SIA, BMA, IPMA e ISMA.



perspectiva –parafraseando a Gulati y Gelpern– como un «caballo de Troya» que les permitiría introducir en agenda un conjunto de reclamos por el que venían abogando (Gulati; Gelpern 2006).

En concreto, participaron en el Grupo de Trabajo conformado por dos asociaciones (ICMA e IIF), aunque no en un plano de igualdad. El rol de ICMA fue central en este proceso, hasta el punto tal que los nuevos modelos de cláusulas contractuales suelen conocerse simplemente como «modelos-ICMA» (IMF 2014b). El borrador de estos modelos, rememora Sobel, fue discutido en la última reunión de este Grupo que, al finalizar su labor, dio la bienvenida a la propuesta de los representantes de ICMA de iniciar un proceso de consulta con sus socios que llevaría a la publicación oficial de dichos modelos en agosto de 2014 (Sobel 2016).

¿Por qué fue elegida esta asociación en particular para participar en el referido Grupo? ICMA, a través de diferentes denominaciones, está inserta en el mercado de euro-bonos desde el origen mismo de este mercado y entre sus socios se encuentran sus principales referentes. En 2001-2003, esta asociación, por entonces dividida en IPMA e ISMA, fue la única asociación no norteamericana que se involucró de manera directa en la iniciativa de las CACs y fue parte activa en la elaboración de los modelos exhibidos por la «pandilla de las siete» en enero de 2003 (Gulati; Gelpern 2006). Un año después, en 2004, ICMA presentó sus propios modelos de CACs y desde entonces aboga por su inclusión en la euro-zona (Zandstra 2014). Visto así, su participación en esta nueva iniciativa se presenta como un acontecimiento anclado en su experiencia previa en el área de reforma y en los contactos tejidos con sus principales promotores, en buena medida, a raíz de dicha experiencia. 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, como otros agentes asistentes en su compra/venta (Gelpern 2014).<sup>28</sup>

La labor de IIF en esta matriz fue menos visible que la de ICMA. Miembros de su *staff* se involucraron en las actividades del Grupo de Trabajo conformado y sus autoridades auxiliaron en la redacción del borrador de los modelos-ICMA que se discutió en su última reunión (ver Tabla Nº 5). Si ICMA garantizó la representación de los agentes

<sup>28</sup> La ubicación de su sede fue relevante para reforzar el papel de la jurisdicción inglesa en el proceso y su anclaje societario garantizaba la inclusión en el mismo de toda la cadena de agentes del mercado de euro-bonos que, aun siendo terceros ajenos al objeto del juicio argentino, habían sido perjudicados por la *injunction* del juez Griesa (Weidemaier and Gelpern 2013).



financieros del mercado europeo en este proceso, la IIF haría lo propio con aquellos del estadounidense. Esta asociación se fundó a principios de los '80 con motivo de la crisis de la deuda externa y sus socios incluían a los bancos comerciales líderes del mercado financiero; esto es, a los principales acreedores afectados por dicha crisis. A finales de los '90, con una base societaria ampliada, comenzó a abogar por el enfoque contractual y en la experiencia de las CACs 2001-2003 fue la principal aliada del Tesoro Norteamericano en representación del sector privado: muchos de los involucrados en esta experiencia, explican Gulati y Gelpern, “se conocían por haber trabajado juntos en las reestructuraciones de los '80; momento en que las normas informales de esta pequeña comunidad de banqueros de elites, abogados y funcionarios gobernaban el escenario (Gulati; Gelpern 2006, 67)”. En esta aceptada red de relaciones, que se mantuvo a lo largo de toda la década del '00, debe buscarse el trasfondo que justificó la invitación del Tesoro a IIF a formar parte de esta nueva iniciativa contractual.

Ahora bien, pensar en este escenario a ICMA e IIF como dos compartimentos separados es equivocado. A 2013, muchos de sus socios se superponían y entre estas organizaciones existían otros tantos vasos comunicantes. En el área específica de reforma, el presidente ejecutivo de ICMA, René Karsenti, era miembro activo del Comité Especial en Crisis Financieras de IIF que por entonces, precisamente, analizaba estrategias para fortalecer el enfoque contractual. Este Comité, integrado –en sus propias palabras– por instituciones financieras líderes en representación de los acreedores privados y la comunidad inversora, mantenía a estos efectos discusiones regulares con los altos mandos del *staff* del FMI encargado de materializar dicho fortalecimiento (IIF 2014, 1). También, en aquel momento, participaba en este Comité Deborah Zandstra en representación del estudio jurídico *Clifford Chance*, socio simultáneamente de IIF e ICMA. Su papel se destaca aquí, en tanto ella –tal como se visualiza en la siguiente tabla– fue miembro de los tres equipos a cargo de la redacción de los documentos claves que se discutieron en esta matriz.



Tabla N° 5

## Documentos discutidos en las reuniones del Grupo de Trabajo

Documento Dimensiones	Borrador de cláusula <i>pari passu</i>	Borrador de cláusula de agregación	Borrador de cláusulas-modelo ICMA
<b>Redactores</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anna Gelpern (Georgetown University)</li> <li>• Lee Buchheit (Cleary Gottlieb)</li> <li>• Deborah Zandstra (Clifford Chance).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anna Gelpern (Georgetown University)</li> <li>• Lee Buchheit (Cleary, Gottlieb)</li> <li>• Deborah Zandstra (Clifford Chance)</li> <li>• Ben Heller (Hutchin Hill Capital),</li> <li>• Brad Setser (US Treasury)</li> <li>• Sean Hagan (IMF)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deborah Zandstra (Clifford Chance)</li> </ul>
<b>Asistentes en la redacción</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mitu Gulati, (Duke University).</li> </ul> <p>Mark Weidemaier, (North-Carolina University; brindó apoyo en la reunión)</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leland Goss, managing-director de ICMA.</li> <li>• Robert Gray, presidente del Comité de ICMA</li> <li>• Tim Adams, presidente de IIF.</li> <li>• Hung Tran, Diputado de la Gerencia de IIF</li> <li>• Jean Lemierre, Junta Directiva de IIF.</li> </ul>
<b>Discutido en</b>	Segunda reunión (Octubre 2013)	Tercera reunión (Abril 2014)	Tercera reunión (Abril 2014)

Elaboración propia sobre la base de la información presentada por (Sobel 2016).

Los redactores de estos documentos fueron «expertos legales».<sup>29</sup> El “equipo de abogados eminentes” –en términos de Gulati y Gelpern– encargado de diseñar en 2002 los borradores de CACs del G-10 jugó un rol destacado en la legitimación del proceso y consecuente aceptación de estas cláusulas. En dicho proceso participaron

<sup>29</sup> Dos profesiones básicamente dominan el escenario de las reformas contractuales en el campo de las reestructuraciones: la de los expertos legales y la de los economistas. El rol de estos últimos se dirige básicamente a realizar estudios destinados a predecir el impacto de la reforma sobre los precios de los bonos y derivados (*academic pricing studies*); (Gulati; Gelpner 2006, 48). A diferencia de la experiencia precedente con CACs, en ésta (tal vez con la excepción de Ben Heller) los economistas no tuvieron un rol relevante hacia el interior de la matriz que se analiza, aunque esta clase de estudios son citados en los informes del FMI encargados de monitorear la evolución de las nuevas cláusulas (IMF 2017).



Buchheit y Hagan, presentes en esta nueva experiencia (Gulati; Gelpner 2006; G-10 2002). Los redactores enumerados en la Tabla N° 5 pueden ser agrupados en dos categorías, la de los «practicantes» y «académicos», según en su profesión hagan o no uso práctico de estas cláusulas, respectivamente.<sup>30</sup> Entre los primeros se destacan aquellos que representaron en esta matriz a firmas jurídicas (vgr. *Cleary, Gottlieb y Clifford Chance*).

Estas firmas muestran otra faceta del grado de concentración de este mercado. En efecto, no más de 10 de ellas, con casa matricial en Nueva York y Londres y oficinas en los principales centros financieros del planeta, dominan el escenario. Hacia su interior, sólo un puñado de sus socios está especializado en deuda soberana y algunos de ellos, por caso Buchheit, lo están desde la crisis de los años '80 (Gulati; Gelpner 2006, 11). 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 soberanos. Desde allí que su participación en esta matriz no resulte extraña. Buchheit, en particular, es quizás el abogado pro-CACs con mayor visibilidad en el universo de reestructuraciones: abogó por estas cláusulas desde antes del informe Rey, participó en primera persona en varias reestructuraciones, asesoró al Tesoro norteamericano en la experiencia de 2001-2003 y, entre otras, redactó las CACs de Uruguay de 2003 que servirían de modelo para otros Estados emergentes. Zandstra, por su parte, operó en este Grupo de Trabajo como un contrapeso británico. Miembro de *Clifford Chance* desde 1992 y con experiencia en los departamentos legales de bancos comerciales líderes, posee clientes en toda la cadena de agentes involucrados en este mercado y ha formado parte en los últimos años de los principales equipos de trabajo de IIF e ICMA encargados de revisar el enfoque contractual.<sup>31</sup>

Gelpner, Gulati y Weidemaier, por el costado de los expertos legales «académicos», tienen también una reconocida trayectoria –con multiplicidad de artículos, conferencias y docencia en el área específica de reforma– que justifica su

<sup>30</sup> El cuadro N° 5 posibilita observar una tercera categoría, la de aquellos expertos legales cuya participación en los equipos de redacción buscaba balancear hacia su interior las distintas fuerzas que componían la matriz: comunidad de inversores (Heller, Hutchin Hill Capital), sector oficial nacional (Setser, US Treasury) e internacional (Hagan, FMI). No nos detenemos en este punto en su análisis pues el mismo se ha realizado precisamente al momento de describir el juego de estas fuerzas en la matriz estudiada.

<sup>31</sup> Ver información sobre Buchheit en Gulati-Gelpner (2006) y sobre Zandstra en [https://www.cliffordchance.com/people\\_and\\_places/people/partners/gb/deborah\\_zandstra.html](https://www.cliffordchance.com/people_and_places/people/partners/gb/deborah_zandstra.html), consultada el 10-03-2017.





participación en esta matriz. Ahora bien, la diferencia entre estos académicos y los practicantes, aunque existente, no es en realidad tan tajante: de una parte, en cuanto los primeros trabajaron en grandes estudios jurídicos (*Cleary, Gottlieb y Dechert-LLP*) y, de otra parte, en tanto los segundos se desenvuelven asimismo en el mundo académico. Además, Gelpner ha ejercido entre 1996 y 2002 funciones en el Tesoro norteamericano y Gulati trabajó codo a codo con Buchheit en la reestructuración de Grecia (2012). Todos publican artículos en conjunto.<sup>32</sup>

**Tabla Nº 6**  
**ONGs y expertos involucrados en la labor del Comité de la ONU**

<b>Sociedad civil</b>	<b>Expertos oradores</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• International Insolvency Institute</li> <li>• Center of Concern</li> <li>• Red Europea sobre Deuda y Desarrollo</li> <li>• Bread for the World</li> <li>• African Forum and Network on Debt and Development.</li> <li>• Red Jubilee USA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Joseph Stiglitz (Univ. de Columbia)</li> <li>• José Ocampo (Univ. de Columbia)</li> <li>• Benu Schneider (ONU-DAES)</li> <li>• Anna Gelpner, (Universidad de Georgetown)</li> <li>• Richard Wright (UNCTAD)</li> <li>• Yuefen Li (Centro del Sur)</li> <li>• Eric LeCompte (Red Jubilee USA)</li> <li>• Hans Humes (Greylock Capital).</li> <li>• Kevin Gallagher (Univ. de Boston)</li> <li>• Sonia Rolland (Northeastern Univ.)</li> <li>• Garth Schofield (CPA)</li> <li>• Enrique Pascal (Club de París).</li> <li>• James Haley (CIGI);</li> <li>• Odette Lienau (Univ. de Cornell)</li> <li>• Mark Weidemaier (UNC)</li> <li>• Yilmaz Akyuz (Centro del Sur);</li> <li>• Barry Herman (School for Public Engagement)</li> <li>• Martin Guzmán (Univ. de Columbia)</li> <li>• Richard Conn (Innovate Partners)</li> </ul>
<b>Organización de trabajadores</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Confederación Sindical Internacional</li> </ul>	
<b>Firmas de inversión</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Innovate Partners</li> <li>• Greylock Capital</li> </ul>	

Elaboración propia en base a: A/AC.284/2015/2, *Report, Ad Hoc Committee*, 4 de Agosto, Asamblea General de la ONU.

A diferencia de esta matriz, en el proceso de la ONU se involucraron organizaciones representativas de la sociedad civil propiamente dicha y de trabajadores.

<sup>32</sup> Ver síntesis de las trayectorias de Gelpner, Weidemeier y Gulati en <https://www.law.georgetown.edu/faculty/gelpner-anna.cfm#>, <http://www.law.unc.edu/faculty/directory/weidemaierwmarkc/>, <https://today.duke.edu/2006/10/gulati.html>, <http://www.nytimes.com/2012/03/07/business/global/mitu-gulati-an-architect-of-greeces-debt-deal-wants-more.html>, consultadas el 03-03-2017.



Asimismo, formaron parte de este proceso dos firmas de inversión, aunque ninguna de las asociaciones líderes del capital financiero. El universo de expertos presentado en la Tabla N° 6 da cuenta de una composición menos homogénea y endogámica o, si se quiere en sentido contrario, más rica en términos de diversidad disciplinar, orientación ideológica y posiciones en el debate *contractualistas* vs *estatutaristas* que aquél brevemente descrito de la iniciativa que se analiza.

#### IV. Reflexiones finales

Este artículo se planteó el desafío de mostrar, empíricamente y a partir del análisis de una iniciativa concreta, quienes –cómo y porqué– producen el Derecho en el mercado financiero internacional en la ausencia de un gobierno global. En este ámbito, la necesidad de cualquier autoridad política de lograr que las normas que produce sean cumplidas voluntariamente por sus destinatarios es elevada a una nueva dimensión desde el momento en que dicha autoridad carece de los mecanismos coercitivos propios de los Estados modernos. Que estos destinatarios perciban el proceso de construcción de dichas normas como legítimo es un elemento central al tiempo de lograr este cometido. En este contexto, cobra sentido el esfuerzo de los promotores de las nuevas cláusulas contractuales dirigido a presentar su emergencia, en uso de los elementos propios del discurso de la gobernanza (De Angelis, 2003), como el resultado de una concertación de agentes particularmente amplia e inclusiva REDs (Hagan, 2014; Gelpern, 2014; Makoff y Kahn 2015; Sobel, 2016; DeLong and Aggarwal, 2016; Gelpern, Heller, and Setser, 2015; IMF 2014a).

A contramano de esta presentación, el análisis realizado exhibe una imagen en la que dicha emergencia fue impulsada y controlada por las elites que dominan el mercado de deuda soberana, al menos, desde la década del '80; esto es, por una concertación entre representantes de las economías avanzadas, las IFIs y los grandes capitales financieros. Ahora bien, este análisis también mostró que esta concertación operó en el caso concreto a partir de una dinámica organizativa novedosa en la que los representantes de estos últimos agentes fueron invitados a participar en mesas redondas de discusión en pos de alcanzar, a partir de un esfuerzo cooperativo con los



otros dos agentes, una solución conjunta a una problemática específica del régimen de reestructuraciones.

Esta dinámica fue posible en virtud de, por un lado, un proceso de aprendizaje y capitalización de las lecciones enseñadas por las experiencias precedentes y, por otro lado, las especiales características de los acontecimientos de la coyuntura. En este sentido, debe advertirse que los casos griego y argentino tuvieron la peculiaridad no sólo de mostrar ciertas vulnerabilidades de este régimen sino también de afectar simultáneamente los intereses particulares de todos los agentes involucrados en esta matriz. Más relevante aún, tuvieron la intensidad suficiente como para poner nuevamente en agenda la redacción de un mecanismo estatutario. Sin esta posible alternativa al enfoque contractual –percibida por estos agentes como una amenaza a su posición dominante– no podría comprenderse la dinámica que asumió la matriz estudiada: el rechazo conjunto a esta alternativa fue en último término el aglutinante que los empujó a dejar de lado sus diferencias y efectuar concesiones mutuas en aras a producir avances lo suficientemente rápidos y visibles en este enfoque como para mitigar las voces disidentes en el universo de reestructuraciones.

Al penetrar en el interior de la dinámica organizativa de esta matriz, el trabajo permitió visualizar zonas centrales y periféricas en su composición. En su núcleo aparecieron representados, participantes del sector oficial de los países anglosajones, del FMI y de los grandes jugadores del capital financiero de *Wall Street* y Londres; en sus márgenes, los del resto de los países del G7, de los emergentes incluidos y los de otros jugadores operantes en dichas jurisdicciones financieras. Mientras que estos últimos participantes se hacían presentes en el Grupo de Trabajo en las reuniones generales de discusión, los primeros aportaban a este Grupo miembros de sus propios *staff* y conformaban los equipos de redacción de los documentos que se discutían en dichas reuniones. Así pues, en una suerte de diseño en espiral, la matriz hacía descansar sobre una pequeña comunidad de agentes –con lazos preexistentes y relativamente superpuestos– la capacidad de dotar en la práctica de contenido a la reforma y abría sus puertas a la planificación y discusión de dicho contenido a otra comunidad de agentes calculadamente más numerosa y con anclaje en diferentes eslabones del mercado de deuda soberana.

Ahora bien, ambas comunidades de agentes, la del núcleo y la de la periferia, aparecían en esta matriz como socias en la construcción de las referidas cláusulas



contractuales. El discurso de la gobernanza, al *invisibilizar* el proceso de selección de la cual ésta emergió (Sousa Santos 2005; 2007), permitió a sus promotores presentar esta homogeneidad en torno al enfoque contractual como una característica ínsita del mercado de deuda soberana y no, por el contrario, como un efecto propio de dicho proceso de selección. De igual modo, posibilitó presentar el consenso conseguido entre sus participantes como fruto de un equilibrio *per se* entre las fuerzas de este mercado y no como el resultado de un proceso que puso desde el inicio entre paréntesis la problematización de la definición del diagnóstico/solución de la que la matriz partió.<sup>33</sup>

La perspectiva adoptada en este artículo, con eje en la visibilización de las ausencias, permitió observar que estas fuerzas no constituían en realidad «las» fuerzas del mercado sino un universo pre-seleccionado de ellas. En concreto, se mostró que, en esta matriz, a diferencia de aquella propia de la ONU, no fueron convocados ni estuvieron presentes los siguientes agentes con intereses en una correcta organización de los procesos de reestructuración: a) entidades interestatales, intergubernamentales o del sistema de Naciones Unidas, diferentes del FMI; b) agrupaciones de la sociedad civil; c) organizaciones de trabajadores; d) expertos con una visión heterodoxa de la relación deuda soberana, economía y sociedad, en general, y no anclados en la posición *contractualista* del debate sobre reestructuraciones, en particular. De igual modo, se dio cuenta de que la participación del sector oficial de los países no G-7 fue en este proceso más acotada y con un rol visiblemente más secundario que en aquél propio de la ONU.

Visto así, y en un mayor grado de abstracción, puede observarse que quienes desaparecieron en esta matriz fueron los «disidentes» y el propio «Estado». Aunque, como bien explica Sousa Santos (2005, 2007) al momento de de-construir la lógica del discurso de la gobernanza, estos extremos se hicieron desaparecer en este evento de manera diferente. El Estado de hecho estuvo presente, pero lo estuvo a condición de no operar como Estado: esto es, a condición de operar para con los agentes privados por fuera de las relaciones de jerarquía y verticalidad que lo constituyen desde su origen como un poder soberano y distintivo de otros agentes sociales. En el caso concreto, esto se apreció tanto en el proceso de diseño de las nuevas cláusulas contractuales como en su momento posterior en el que su rol –y el de las organizaciones que los agrupan (vgr. G20; FMI)– se limitó a la difusión de estas nuevas cláusulas y, desde allí, no supuso una

<sup>33</sup> Ver artículos enumerados en el párrafo que introduce estas reflexiones.



interferencia regulativa *per se* en la lógica auto-organizativa del mercado de deuda soberana.

Los disidentes, por su parte, desaparecieron de esta matriz en virtud de su propio principio de selección. Este principio garantizó que hacia su interior quedasen excluidos aquellos agentes de este mercado con potencialidad de producir un cambio en el régimen de reestructuraciones no incremental ni pro-mercado como el propuesto. El reconocimiento por parte de sus promotores de la existencia de una iniciativa estatutaria alternativa, no minó su esfuerzo por presentar el resultado de la matriz que promocionaban como fruto de un proceso en el que las elites financieras desaparecían como tales y se confundían, en último término, con el universo de reestructuraciones considerado como un todo.<sup>34</sup>

### Referencias Bibliográficas

A/68/PV.107. 2014. "Trascripción de la 107ª sesión plenaria del 68º período de sesiones", Nueva York: Asamblea General ONU.

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

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

Aguilar Villanueva, Luis F. 2008. *Gobernanza Y Gestion Publica*. México: Fondo de la Cultura Económica.

Bolton, Patrick. 2003. "Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World." *IMF Working Paper* 50 (Special issue): 1–35.

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

De Angelis, Massimo. 2003. "Neoliberal Governance , Reproduction and Accumulation." *The Commoner* 7 (spring-summer): 1–28.

DeLong; Aggarwal, Nikita. 2016. "Strengthening the Contractual Framework for Sovereign Debt Restructuring-the IMF's Perspective." *Capital Markets Law Journal* 11 (Janury): 1–14.

---

<sup>34</sup> Ver artículos enumerados en el párrafo que introduce estas reflexiones.



- G-10. 2002. "Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses." Brussels: BIS.
- G10. 1996. "The Resolution of Sovereign Liquidity Crises: A Report to the Ministers and Governors Prepared under the Auspices of the Deputies." Brussels: BIS.
- Gelpern, Anna. 2016. "Sovereign Debt: Now What?" *The Yale Journal of International Law* 41 (2): 44–95.
- Gelpern, Anna, Ben Heller, and Brad Setser. 2015. "Count the Limbs : Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Bonds." Georgetown University. <http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2807&context=facpub>.
- Gelpern, Anne. 2014. "A Sensible Step to Mitigate Sovereign Bond Dysfunction." New York: PIIE; ICMA.
- Germain, Randall. 2014. "The historical origins and development of global financial governance", *Handbook of Global Economic Governance*, Editors: M. Moschella and C. Weaver, ISBN: 978-1-85743-635-8, pp. 97-114, Ed. Taylor & Francis Books, New York.
- Grabel, Ilene. 2012. "Crisis Financiera Global Y La Emergencia de Nuevas Arquitecturas Financieras Para El Desarrollo." *Revista Ola Financiera* 13 (setiembre-diciembre): 1–51.
- Gulati; Gelpern, Anne. 2006. "Public Symbol in Private Contract: A Case Study." *Washington University Law Quarterly* 84 (7): 1–91.
- Hagan, Sean. 2014. "Conference Call on Addressing Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring". Available at: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/tr100614>, Washington: IMF.
- IIF. 2014. "IIF Special Committee: Views on the Way Forward for Strengthening the Framework for SDR." Washington: IIF.
- IMF. 2013a. "Sovereign Debt Restructuring: Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework." Washington: IMF.
- 2014a. "Press Release: IMF Executive Board Discusses Strengthening the Contractual Framework in Sovereign Debt Restructuring." Washington: IMF. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2014/pr14459.htm>.
- 2014b. "Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring." Washington: IMF.
2015. "Progress Report on Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contracts." Washington: IMF.
2017. "Second Progress Report on Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contracts." Washington: IMF.



IMF, Executive Board. 2013b. "Discussion around the Staff Paper on 'SDR-Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework.'" Washington: IMF.

. 2016. "IMF Executive Board Approves Exceptional Access Lending Framework Reforms." Washington: IMF. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2016/pr1631.htm>.

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

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

Krueger, Anne O., and Sean Hagan. 2005. "Sovereign Workouts: An IMF Perspective." *Chicago Journal of International Law* 6 (1): 203–18.

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

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

Manzo, Alejandro G.. 2018. "Reestructuraciones de deuda soberana: El debate sobre su regulación en términos de disputa por la gobernanza global", *Revista Direito e Práxis*, Vol. 9, N. 1: p. 9-45.

2018a. "Where do they speak from? Positions about the new IMF contractual proposal for ordering sovereign debt restructurings", *Revista Direito e Práxis*, disponible en: <http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/revistaceaju/article/view/30095>, DOI: 10.1590/2179-8966/2018/30095 (ahead of print)

Moschella Manuela y Catherine Weaver. 2014. "Global economic governance: Players, power and paradigms", *Handbook of Global Economic Governance*, Ed: M. Moschella and C. Weaver, ISBN: 978-1-85743-635-8, pp. 1-22, Ed. Taylor & Francis Books, New York

Nemiña, Pablo y Juan Larralde .2018, "Etapas históricas de la relación entre el Fondo Monetario Internacional y América Latina (1944-2015)", *América Latina Historia Económica*, ene.-abr., 2018, pp. 275-313, México DF.

Ranieri, Agustina María. 2015. "Deuda Soberana: Problemas Y Soluciones En La Encrucijada." *Pensar En Derecho, UBA* 6: 245–304.

Ruggie, John Gerard. 2014, "The Global Forum Global Governance and New Governance Theory: Lessons from Business and Human Rights?", *Global Governance* 20 (1): 5–18.



Patrício Ferreira Lima, Karina, 2018. "Los análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI como ejercicio de autoridad pública internacional", *Tesis de Maestría*, Maestría en Relaciones Internacionales, Director: Pablo Nemiña, inédita, FLACSO, Bs As.

PIIE. 2014. "The IMF: What Is It Good For?" In *April 8, Event Transcript*, PIIE, edited by PIIE, 1–54. Washington: PIIE.

Quarles, Randal. 2010. "Herding Cats: CACs in Sovereign Debt—the Genesis of the Project to Change Market Practice in 2001 through 2003." *Law and Contemporary Problems* 73 (fall): 29–38.

Sobel, Mark. 2016. "Strengthening Collective Action Clauses : Catalysing Change — the Back Story." *Capital Markets Law Journal* 11 (1): 3–11.

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

Sousa Santos, Boaventura, (2007), "Más allá de la gobernanza neoliberal: el Foro Social Mundial como legalidad y política cosmopolitas subalternas", *El derecho y la globalización desde abajo*, Sousa Santos y Rodríguez Garavito (eds.), cap. II, pp 29 a 60 *Anthropos* ; México

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

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

Thakur, R.; Job, B.; Serrano, M.; Tussie, D. 2014. "The Next Phase in the Consolidation and Expansion of Global Governance." *Global Governance* 20 (1): 1–4.

UNCTAD. 2015. "Sovereign Debt Workouts: Going Forward Roadmap and Guide". New York: ONU.

Val, María Emilia. (2017). "El accionar de los fondos buitres: una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina", *Relaciones Internacionales* Nº 52/2017:163-180.

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





Zandstra, Deborah. 2014. "New ICMA Sovereign Collective Action and Pari Passu Clauses." London: Clifford Chance.

file:///D:/Documents/Downloads/New\_ICMA\_sovereign\_collective\_action\_and\_pari\_passu\_clauses\_6024256 (1).pdf.

#### **Sobre el autor**

##### **Alejandro Gabriel Manzo**

Assistant Research Member of Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET) (National Council of Science and Technology Research), at Centro de Investigaciones Jurídicas y Sociales (CIJS) (Law and Social Research Centre) of Universidad Nacional de Córdoba (UNC). "Ph.D. in Law and Social Sciences", UNC, Argentina. E-mail: alemanzzo@hotmail.com

**El autor es el único responsable de la redacción del artículo.**

