

Nº 58/2009



CEDES

Nuevos Documentos CEDES

es una serie monográfica periódica del Centro de Estudios de Estado y Sociedad. Su objetivo es contribuir al avance del conocimiento científico por medio de la difusión de investigaciones de las diferentes áreas que conforman la institución.

Esta publicación se edita en formato electrónico y es de libre acceso.

Disponible en:
http://www.cedes.org/informacion/ci/publicaciones/nue_doc_c.html

ISSN 1851-2429

Numero 58, Año 2009

**Centro de Estudios
de Estado y Sociedad
Coordinación Técnica**
Sandra Raiher
Centro de Información - CEDES
cicedes@cedes.org

CEDES
Sanchez de Bustamante 27
(C1173AAA) Ciudad Autónoma de
Buenos Aires
Argentina
E-mail: cedes@cedes.org
<http://www.cedes.org>

Nuevos Documentos Cedes

Resolución de conflictos en materia de bonos soberanos: una “crítica” mirada institucional al papel del CIADI¹

Autores

Leonardo E. Stanley[©]

¹ Se agradecen los comentarios vertidos por distintos colegas, en especial a Federico Molina.

[©] Investigador del CEDES (lstanley@cedes.org)

Cedes, Buenos Aires, 2009

Síntesis

A diferencia de lo observado en los 70s cuando la banca calificaba como la principal fuente de financiamiento, la aparición de los bonos como fuente de financiamiento conllevó importantes consecuencias en materia de renegociación contractual. En particular, porque una parte importante de los bonos emitidos por los países de la región (incluida la Argentina) tenían sede jurídica al Estado de Nueva York, la cual requería del consenso unánime al momento de la renegociación. Aunque desde mediados de los 90s se debatió respecto a cómo escapar a dicho dilema, sólo se puso fin a dicho debate cuando México decidió reestructurar su deuda y entregar un bono con acción colectiva. Pero esto ocurrió en 2005, mucho después que la Argentina declarase su default, y al momento en que el país reestructuraba su deuda. Ante la imposibilidad de alcanzar unanimidad, o bien el contrato nunca termina por renegociarse, o el emisor se ve expuesto a la arbitrariedad de los jueces. Lo novedoso del caso argentino fue la irrupción del esquema CIADI, cuyas consecuencias son examinadas a lo largo del trabajo.

1. Introducción

En la década pasada, Latinoamérica retorna a los mercados de financiamiento voluntario. Pero a diferencia de lo observado en los 70s cuando la Banca Transnacional (BT) calificaba como la principal fuente de financiamiento, en los 90s dicho rol será ocupado por el mercado de bonos. El cambio conlleva consecuencias en caso de renegociación, dado que el soberano enfrenta un número indeterminado de bonistas¹.

Por una u otra razón, la mayoría de los bonos [que regularán la relación entre Estado Soberano y el tenedor de bonos] emitidos por países de la región tomaron prestado el esquema legal aplicable por el Estado de Nueva York². Según este esquema, el emisor debe obtener el consentimiento de todos y cada uno de los acreedores para así modificar o reestructurar su deuda original. Esto se conoce como cláusula de unanimidad o UACs. Así, por razones de inercia institucional que posteriormente será analizada, este tipo de contratos se diseñó con características de “completo”. Si tales son las condiciones, alcanzar un acuerdo que lleve a la renegociación resulta casi imposible.

Sin embargo, la evidencia empírica señala la debilidad de este tipo de contratos. En otras palabras, ex ante resulta imposible prever todos los estados del mundo. Por ello todo contrato debe prever la renegociación. En caso contrario, la imposibilidad de alcanzar un consenso unánime en una reestructuración termina generando un resultado subóptimo. A nivel individual, cada bonista

¹ En el “juego previo” la situación era otra. Aunque en el otorgamiento de préstamos participaron numerosos bancos, al momento de la renegociación un Comité representaba a los distintos bancos. Así, el “juego” terminó agrupando a los acreedores al tiempo que los deudores se mantenían separados, lo cual permitió incrementar el poder de negociación de los primeros al tiempo que debilitaba la de los últimos. Sin embargo, aunque generalizada, esta situación no siempre resultó homogénea. En primer lugar, algunas experiencias muestran un mayor protagonismo [en términos de emisión] de las plazas locales – tal como resultó el caso de Rusia y México. Ahora bien, el *default* declarado por Rusia, así como la reestructuración que le siguió, llevó a que los bonistas huyeran de cualquier emisión de deuda originada en el ámbito local. En segundo lugar, en la mayoría de los casos el número de obligaciones a reestructurar era escaso: (no más de 5 bonos). La excepción a ésta regla resultó Uruguay, país que salió a reestructurar 66 bonos. Sin embargo, en este caso la reestructuración resultó voluntaria. Considerando todos estos aspectos es que el caso argentino resultaba paradigmático: dada la dispersión entre los bonistas, la capacidad que éstos pudieran aglutinarse y negociar en forma conjunta quedaba desterrada desde el inicio.

² En el caso argentino, aunque la mayoría de los bonos resultaron emitidos en jurisdicción de Nueva York – Norteamérica (51%), también se observaron emisiones en Londres – Inglaterra (18%); Alemania (17%) y Japón (2%). Cabe destacar que el porcentaje restante de la deuda *defaulteada* correspondía a bonos emitidos en el ámbito local.

espera obtener mejores condiciones que aquellos que terminan adhirieron al canje. Sin embargo, frente a esta alternativa aumenta la posibilidad de fracaso de la reestructuración: todos los bonistas prefieren mantenerse fuera, pese a que podrían obtener mayores beneficios adhiriendo a la reestructuración. En función de ello es que, a lo largo de la historia, se han tratado de introducir esquemas que resuelvan este dilema de acción colectiva.

El problema surge por vez primera hacia finales de 1994 cuando México declara la devaluación de su moneda doméstica. Así, la “crisis del tequila” reabre el debate acerca de cómo tratar con este tipo de situaciones³. A partir de allí, cada nueva crisis que aparecía en el ruedo (Sudeste Asiático, Rusia, Brasil, etc.) volvía a poner el tema institucional en el centro del debate.

Aunque en principio surgen diversas opciones para resolver el dilema, rápidamente se reducen a dos proposiciones. Por un lado están quienes consideran oportuno introducir un “régimen de quiebras” que administre la reestructuración soberana. Dicho esquema reconoce su origen en el régimen de concursos vigente en EE.UU., el cual requiere de la instauración de un árbitro (por ejemplo, FMI), para administrar la quiebra. Pero, por otro lado, otro grupo de académicos así como de “*policy makers*” destacaban la conveniencia de que el problema se solucione contractualmente, a partir de la introducción de algún tipo de cláusula especial que estimule la participación de la mayoría de los accionistas al momento del canje.

Así estaban las cosas cuando, el 23 de Diciembre de 2001 la Argentina declara el *default* sobre su deuda soberana. Dicha decisión desata una crisis y un desafío. Ello por el monto de la misma (al momento de declarar el default, ¼ del total operado en el mercado emergente correspondía a bonos argentinos), sino por una serie de factores cualitativos (más de 150 bonos nominados en 6 monedas diferentes, la enorme cantidad de inversores minoristas fuertemente diseminados por todo el mundo, la yuxtaposición de 8 jurisdicciones). Pero, lo más relevante es que la operación [canje] iba a realizarse sin la intervención del FMI.

Pese a todo, Argentina logro lo que ningún otro país había logrado antes: no solo la quita o *haircut* que debieron soportar los tenedores de bonos alcanzó un nuevo estándar, sino que la reestructuración alcanzada logró que los acreedores aceptaran (además de la quita), una extensión en el plazo y una reducción en las tasas de interés finalmente reconocidas⁴. Así, mientras en otras

³ A partir de dicho momento, las crisis soberanas se vuelven recurrentes, afectando a un sinnúmero de países, destacándose aquellas que afectaron a los países del Sudeste Asiático, Turquía, Rusia y Brasil.

⁴ A partir del canje, la tasa de interés que enfrenta el país en los primeros 10 años será del 2-5%. Por otra parte, la deuda alcanza una maduración de 42 años

reestructuraciones los acreedores debieron aceptar algunas de las tres medidas mencionadas, en el caso argentino fueron introducidas todas (Economist, 2005).

Así las cosas, el canje logra un importante nivel de adhesión (76,1%), aunque bastante alejado de lo alcanzado en otras experiencias de reestructuración de deuda soberana⁵. Pese a todo, la Argentina decidió continuar con su política de no reabrir el canje, llegando incluso a sancionar una ley que impidiera cualquier tipo de apertura. Lo anterior explica el porqué de la fuerte disputa con los acreedores y las instituciones financieras internacionales (IFIs).

Paralelamente, una serie de países logran reestructurar su deuda soberana de manera exitosa otorgando, al momento del canje, nuevos bonos con cláusula CACs. De esta forma, el esquema contractual resultaba bendecido por el mercado. Sin embargo, las cosas no quedaron allí, al menos para quienes mantuvieron bonos argentinos. En un primer momento, estos acuden a la justicia neoyorkina tras la búsqueda de respuestas. Luego, un grupo entre ellos llevará sus reclamos ante los tribunales arbitrales del CIADI.

No cabe ninguna duda que el traspaso del financiamiento del sector bancario al mercado de bonos no ha hecho más que exacerbar el problema de acción colectiva. En este sentido, la presencia de 3 causas de bonistas italianos contra la Argentina abre numerosos interrogantes. Nuevamente, el caso argentino vuelve a mostrarse como paradigmático. En función de esto último este artículo introduce una serie de preguntas ¿Podrá el CIADI convertirse en una suerte de “refugio de última instancia” de los holdouts, a fin de lograr un mejor trato? ¿Si ello ocurre, cuáles serán las consecuencias sobre futuras renegociaciones?

⁵ En particular, respecto a aquellas operaciones de reestructuración y canje observadas en la década del 90s, donde los niveles de adhesión superan al 95%

2. *Contratos, Reestructuración y Holdouts*

La presencia de una cláusula de unanimidad, aunque aparentemente beneficiosa (al neutralizar cualquier intento de *default*) termina perjudicando a los bonistas. Ante la ausencia de alternativas válidas para resolver el conflicto de intereses que surgen entre los bonistas, el esquema solo deja la puerta abierta al pleito judicial. En otras palabras, al momento de la renegociación contractual surge un problema de acción colectiva, lo cual llama a fijar algún tipo de regla que facilite la coordinación.

Aunque en principio podrían enumerarse un sinnúmero de opciones para resolver el previo dilema, el universo rápidamente se reduce a dos. Por un lado, están quienes consideran oportuno introducir un “régimen de quiebras” de carácter multilateral que administre la reestructuración soberana. Este enfoque, de carácter institucional, reconoce su origen en el régimen de concursos vigente en EE.UU., el cual requiere de la instauración de un árbitro (por ejemplo, FMI), para administrar la quiebra. Pero, otro grupo de académicos así como de “*policy makers*” destacaban la conveniencia de que el problema se solucione contractualmente, a partir de la introducción de algún tipo de cláusula especial que estimule la participación de la mayoría de los accionistas al momento del canje. Así, este enfoque contractual que encuentra sus raíces en la tradición británica, plantea la conveniencia de introducir una cláusula de acción colectiva (CACs) a fin de resolver el problema de acción colectiva.

Entre quienes prefieren institucionalizar un esquema de reorganización se encuentra Jeffrey Sachs, quien propone un régimen de quiebras de alcance internacional basado en la ley de quiebras estadounidense (Capítulo 11) (Sachs, 1985 y 1995). Este tipo de propuesta no solo será ampliamente discutida entre los círculos académicos sino que también será considerada por el colectivo Jubilee 2000, entidad que aboga por la instauración de un esquema asociada a la ley de quiebras norteamericana, aunque en este caso centrándose en el Capítulo 9 de la citada ley⁶.

Entre las ventajas que presenta el esquema institucional se plantea el tratamiento del problema de financiamiento que enfrenta el soberano una vez que declara la cesación de pagos, aspecto que resulta desconsiderado bajo el enfoque de mercado (Bolton & Skeel, 2004)⁷. Pero

⁶ El Capítulo 9 es el destinado a regular el proceso de reestructuración de deuda en el caso de Municipalidades.

⁷ Esto se conoce como problema del *DIP financing* (*Debtor in possession financing*), el cual se asocia a la posibilidad del Estado [o empresa] de mantener su acceso al financiamiento pese a

también la presencia de un régimen institucional lograba resolver el problema del señalamiento que podría surgir a partir de la introducción de cualquier cláusula de acción colectiva. En este sentido, su presencia señalaría al país como próximo a entrar en *default*, con lo que la única forma de romper con esta “falla de mercado” sería por medio de la intervención institucional. Finalmente, el esquema también permitía resolver el problema del *seniority*⁸, inconveniente que persiste bajo el ámbito del CACs.

Para quienes abogan por la visión contractual, la resolución del conflicto solo debe involucrar a aquellos que pactaron el contrato, deudor soberano y acreedores, sin la ingerencia de terceros -un árbitro, que podría ser el FMI u otro organismo internacional. Cabe destacar que este tipo de propuesta también mostraba numerosos adherentes al momento de la crisis del ochenta.

Así, si el objetivo perseguido es la renegociación, las decisiones puedan ser impuestas por un número mayoritario de bonistas, tal como se prevé en el caso de bonos emitidos con jurisdicción en la ciudad de Londres - Gran Bretaña. De esta forma, el problema de acción colectiva comentado se resuelve vía la introducción de una cláusula (la denominada CACs⁹). En presencia de esta cláusula el problema de los *holdouts* se minimiza – vgr.: quita poder a quienes se mantienen fuera del canje.

Entre quienes promueven un uso más extendido de las CACs están Eichengreen y Portes (1995), quienes también resaltan la importancia de los Comité de Tenedores de Bonos (Chuhan y Sturzeneger, 2003)¹⁰. Esta postura favorable a la acción colectiva también será sustentada posteriormente por el Reporte Rey (1996)¹¹ como así también en numerosos comunicados surgidos del G-10 (1996)¹² y G-20 (1998) y G7 (1999), y por L. Summers, Secretario del Tesoro

encontrarse en cesación de pagos. El término se vincula con la práctica estadounidense, y la posibilidad de acceder al financiamiento por parte de las empresas que se hallan bajo el régimen de quiebras (capítulo 11).

⁸ Esto es, la ausencia de un esquema de prioridades en el pago.

⁹ A menudo esta engloba las siguientes: *Sharing clause*; *Majority action clause*; y, *Collective representation clause* (Chuhan & Sturzeneger, 2003).

¹⁰ Este tipo de institución contractual tiene su origen en el siglo xix-.

¹¹ *Group of Ten – The Resolution of Sovereign Liquidity Crisis: A Report to the Ministry and the Government, prepared under the auspices of the Deputies* [Rey Report]: Available at <http://www.bis.org>

¹² El G10 comprende a los siguientes países: Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Holanda, Suecia, Suiza, UK y US. El grupo se halla reúne en Basilea, donde el mayor protagonismo el evidenciado por los Bancos Centrales de cada país.

Norteamericano bajo el gobierno de Clinton¹³. Además, obtuvo el apoyo de distintas asociaciones de bonistas tanto como por los grandes estudios de abogados (Choi & Gulatti, 2004)¹⁴

Pese a todo, un inconveniente que presenta el enfoque contractual se vincula con la necesidad de introducir múltiples cláusulas de acción colectiva (Super CACs) cuando en la estructura de deuda coexisten diferentes tipos de bonos. La imposibilidad de introducir una reestructuración parcial vuelve necesaria este tipo de cláusula. Esto porque la mayoría de los bonos contienen cláusulas de “aceleración” o de “cesación de pagos cruzadas”, las cuales impiden introducir cambios si los mismos no son generalizados, tal como ocurrió con Ecuador en 1999. La presencia de estas últimas cláusulas impide también pensar en la emisión de un nuevo bono para reemplazar a los bonos antiguos, sujeto algún tipo de cláusula CACs. Pero, no debe olvidarse que la introducción de este tipo de cláusulas tampoco resuelve el problema de reestructuración cuando la deuda contraída no solo involucra bonistas sino que también involucra otro tipo de acreedores.

Independientemente de lo anterior, para un grupo de acreedores ambas posturas eran vistas como nocivas. Desde esta perspectiva, cualquier tipo de cláusula que rompa con la condición de unanimidad debía considerarse como una erosión a los derechos de los acreedores. Para quienes se oponen al esquema estatutario creen que la intervención administrativa ante un default soberano es incorrecta, y lo único que va a generar es minar el mercado de bonos soberanos y aumentar los costos de préstamos. Para *Wall Street* siempre será necesario un escarmiento. Pero también para ciertos grupos de interés, como el Instituto de Finanzas Internacional (*Institute for International Finance* - IIF, 1999; IIF, 2001)¹⁵, se mostraban extremadamente contrarios con el nuevo papel sugerido al FMI¹⁶; considerando como ilegítimo cualquier intento por dilatar el pago de la deuda – aunque sea en forma momentánea; y, cualquier opción que implique caer en retrasos. Su principal interés se centraba en disminuir la capacidad negociadora de los deudores.

El debate estaba así cuando dos hechos vienen a perturbarla en el año 2001. Por un lado, en Norteamérica se produce el cambio de administración: el tandem demócrata formado por B. Clinton; L.Summers (Tesoro); y, S.Fischer (FMI) dejan sus lugares a los republicanos con

¹³ Posteriormente J. Taylor (Secretario con G.W.Bush) terminará apoyando tal iniciativa.

¹⁴ Los autores destacan al estudio Clearly, Gotbbeld, Oteen & Hamilton.

¹⁵ El citado instituto fue fundado a principios de los 80s, en paralelo con el surgimiento de la crisis de la deuda. Entre sus miembros se encontraban los principales bancos comerciales los que, posteriormente, se transformarán en los mayores acreedores. Con el tiempo, la IIF se expande, para englobar a los bancos de inversión.

¹⁶ Las principales gestiones eran llevadas adelante por Charles Dallara (CEO del IIF), quien mantenía fluido contacto con Taylor (Gelpern & Gulati, 2007, página 66)

G.W.Bush, acompañado por P. O'Neill (Tesoro) y A.Krueger (FMI). Por otro lado, en ese año irrumpe la crisis en la Argentina (Mega-Canje).

Esta serie de eventos llevó a P. O'Neill, en la primavera del 2001, a plantear la conveniencia de una salida institucional. Posteriormente, en su discurso como Economista Jefe del FMI en Noviembre de ese mismo año, A. Krueger introduce una propuesta concreta en tal sentido, planteando la creación del Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (*Sovereign Debt Dispute Resolution Forum – SDDRF*) el cual solo se aplicaría para casos de crisis de solvencia. El citado mecanismo se basaba en la ley de quiebras norteamericana, involucrando elementos tanto del Capítulo 11 (Corporaciones) como del Capítulo 9 (Municipalidades), al tiempo que otorgaba mayor ingerencia del Fondo en el proceso de administración de la quiebra.

Aunque el esquema se modifica ante las críticas, el mismo será finalmente abandonado. En ello influyen una serie de factores. Por un lado, la comunidad financiera rechaza al mismo por considerar que las crisis deben ser resueltas por el mercado. Una postura similar, aunque más dura aún, era la que surgía de aquellas organizaciones que representaban a los bonistas (entre otras, EMCA; EMTA; y IIF)¹⁷. Pero, por otro lado, lo que se mostrará como determinante será el cambio de postura del gobierno norteamericano, que había sido el principal impulsor del marco contractual. Esto sucede cuando el Subsecretario de Relaciones Internacionales (J.Taylor), desconoce lo oportunamente planteado por el *tandem* O'Neill – Krueger, argumentando ahora por una mayor ingerencia del mercado. En el cambio de postura influyó, y mucho, lo exitoso del canje realizado por México. Aunque, también es cierto que la nueva visión condice más con lo sostenido históricamente por este país (Roubini y Sester, 2004). Finalmente, tampoco hay que descartar la postura de los países emergentes. Por un lado, había quienes rechazaban la iniciativa por sus efectos sobre el *signalling* – aspecto que luego se mostraría escasamente relevante. Por otro lado, había quienes no veían con buenos ojos la instauración de un “juez internacional”, ya sea bajo la órbita del FMI o con jurisdicción en alguno de los países desarrollados (Nueva York, Londres, Frankfurt o Tokio), tal como lo proponen algunos autores.

¹⁷ Por caso, EMCA (Emerging Markets Creditors Association) que, en un principio, rechazaba cualquier tipo de cláusula que modificara el requerimiento de unanimidad. La postura intransigente de la misma hará que esta entidad pierda un importante grupo de inversores de entre sus miembros. En particular, resultó destacada la resignación de Mohamed El-Erian del fondo PIMCO hacia 2001. También será notable la oposición de EMCA al canje lanzado por México – donde logra introducir la cláusula CAC. Posteriormente, EMCA lanza una serie de iniciativas tendientes a resolver el problema de acción colectiva.

En consecuencia, comienza a cobrar fuerza la idea de un esquema contractual. A favor de esta salida también contribuye el lanzamiento exitoso ante la SEC de un nuevo bono en Febrero del 2003 por parte de México. Por intermedio de esta operación, México renegocia su deuda otorgando un nuevo bono manteniendo la jurisdicción en NY aunque conteniendo una cláusula de acción colectiva (CAC - Bono Global por US\$ 1.000 Millones, con maduración a 12 años)¹⁸. Después de México, será el turno de Uruguay¹⁹ y Brasil²⁰. De allí en más, la casi totalidad de los nuevos bonos lanzados a partir del 2004 incluyen cláusulas CACs (ver tabla II en Choi & Gulati, 2006)

Lo exitoso de la emisión terminó con la visión según la cual los inversores no iban a aceptar bonos que incluyeran CACs, y que los gobiernos de los países emergentes no iban a estar dispuestos a suscribir este tipo de bonos por temor a enfrentar mayores costos.

Más aún, el umbral de aceptación se fue reduciendo de un 85% inicial a un 75% finalmente incluido por la mayoría de los nuevos bonos. Lo anterior termina por demostrar que la innovación contractual es factible (Eichengreen, Kletzer & Mody, 2003)²¹. En este sentido, que el mercado de bonos soberano no se haya visto afectado sellaba definitivamente la disputa previa (Roubini y Setser, 2004). Pero, de manera fundamental lo anterior resolvía el problema del dilema del prisionero que, de manera latente, operaba bajo un esquema de adhesión absoluta. Al resolver la incapacidad de coordinación, su presencia también minimiza el poder de aquellos que desisten de ingresar al canje (Mullock, 2003).

Resuelto el dilema, queda indagar porqué se generó el mismo. Ello obliga a considerar la inercia institucional (institutional path dependence), e indagar en la historia legal del sistema de financiamiento²².

¹⁸ Resulta conveniente destacar el importante rol cumplido por este país contra la instauración del esquema institucional.

¹⁹ Uruguay se encontraba en una débil posición después del default argentino, no sólo por los efectos financieros generados por tal decisión, sino también por las consecuencias económicas que comenzaba a evidenciar la recesión en su vecino país. Al momento de la reestructuración, Uruguay mantenía un stock de deuda superior a los US\$ 5 mil millones. Para algunos autores la iniciativa uruguaya se explica por el temor a que el caso [reestructuración soberana] sea utilizado por el FMI como testigo para su iniciativa SDRM.

²⁰ En el caso brasileño, la mayoría necesaria para aceptar el canje se estipuló en un 85% de los bonistas.

²¹ Ello no impide destacar los efectos perversos que podía generar este tipo de cláusula sobre la reputación de los países emisores (Eichengreen, 1999; Eichengreen & Moody, 2000).

²² Es importante destacar que el indagar cómo evolucionó institucionalmente el problema constituye una alternativa, aunque no la única. Otros autores destacan la existencia de un “efecto

2.1. El problema en perspectiva histórica: Gran Bretaña v Norteamérica

El análisis institucional puede resultar relevante para comprender el proqué de la prevalencia de un esquema. En este sentido, el trabajo se vincula con el enfoque adoptado por la *Path Dependence Theory*, al considerar que el esquema finalmente adoptado depende tanto de su propia historia como también de la ausencia de un marco internacional específico que permita enmarcar el problema descrito. Así, la elección de una determinada institución destinada a tratar la problemática originada ante la cesación de pagos del soberano, puede vincularse con esquema preexistente en una plaza financiera particular. En función de la relevancia de Nueva York y Londres en el financiamiento internacional, se considera la evolución institucional que han observado ambas plazas.

Como ha sido mencionado, el problema de acción colectiva no es un fenómeno que abarque a la totalidad de los bonos, sino que afecta a aquellos emitidos bajo jurisdicción de Nueva York – EE.UU.²³. Según Roe (1987), la ausencia de algún tipo de cláusula de acción mayoritaria o CACs en estos bonos se explica por la falta de práctica que esta plaza financiera tenía en materia de financiamiento soberano, lo cual sucede después de irrumpida la crisis del treinta. Durante la década del setenta, los créditos venían de la mano de la Banca Transnacional, por lo que el tópico no resultaba relevante. Pero, cuando el mundo en desarrollo vuelve a recibir financiamiento voluntario, no existía antecedente legal que permitiera abordar este tipo de problema, lo que llevo a los abogados con sede en *Nueva York* a copiar las cláusulas que eran de práctica corriente en la legislación comercial norteamericana, la cual se muestra muy restrictiva a la reestructuración.

Sin embargo, la necesidad de una mayor coordinación entre bonistas ya había generado un importante debate en Norteamérica hacia finales del siglo XIX, momento en que el financiamiento corporativo se asociaba (mayoritariamente) con esta fuente (Lubben, 2004). Para resolver la situación de aquellas empresas en problemas financieros, que involucra principalmente a las empresas de ferrocarriles, se introduce un esquema especial (*equity receiverships*). Por intermedio

red”, cuya presencia impidió (o demoró) el surgimiento de nuevas formas contractuales. Lo anterior se ve suplementado por una suerte de histeresis profesional que termina por perpetuar un régimen jurídico poco convincente. La presencia de estos dos efectos a menudo resultan englobados bajo el término *biolerplate effects* (Choi y Gulatti, 2004; Choi y Gulatti, 2006). Lo limitado de la explicación precedente quedó demostrado con la introducción de una cláusula de acción colectiva en el canje lanzado por México en 2003, sin que mediaran mayores represalias por parte del mercado.

²³ Aunque el problema también subsiste en el caso de los bonos emitidos bajo la jurisdicción alemana (FMI, 2002).

de este procedimiento se habilita a los acreedores acudir a la justicia civil y reclamar allí por el nombramiento de un interventor en la empresa donde mantenía sus acreencias. De esta forma, la empresa podía ser reorganizada, en lugar de declararse directamente en quiebra.

En la década del 20s el esquema comienza a ser fuertemente cuestionado debido a la presunción, compartida por vastos sectores de opinión pública, que dicha figura jurídica solo servía para enriquecer a los propietarios de la firma, a los bancos o a los agentes de Wall Street, a expensas de los tenedores de deuda (Bolton, 2003). Esto dio vida a una nueva institución, la *Trust Indenture Act* (1939), la cual incluía una sección especial (Section 316 b) que prohibía la reducción o reestructuración de bonos sin el consentimiento de todos y cada uno de los bonistas²⁴. De esta forma, se impedía la licuación de deudas. Así se explica el origen de las cláusulas de consentimiento unánime en los bonos con jurisdicción en Nueva York.

Sin embargo, al mismo tiempo que se observaba este avance favorable a los inversores se sanciona una nueva ley de quiebras (*Chandler Act*, 1938)²⁵ que, sin lugar a dudas, surge para favorecer a los deudores. Dicho esquema, cuyo modelo servirá de base para el Capítulo 11, viene a transformar la figura jurídica de la quiebra.

En términos de política económica, la nueva legislación (*Trust Indenture and Chandler*) surge como consecuencia del reclamo por un mayor participación de la justicia en el proceso de reestructuración de la firma.

Finalmente, en 1978 es sancionada una nueva ley de quiebras (la comúnmente reconocida bajo el nombre de *Chapter XI*), que transfiere al deudor la potestad de peticionar la quiebra (los acreedores solo pueden pedirla en limitadas ocasiones). Bajo esta ley, los deudores continúan con el control de la firma, y con el derecho exclusivo para proponer un plan de reorganización el cual debe ser lanzado en un lapso de 120 días. Una vez que surge dicho plan, el mismo es puesto en consideración de los acreedores, cuya aprobación debe surgir por mayoría, y considerando los distintos grupos de acreedores.

En el caso Británico, la rigidez en la estructura legal comienza a ser visto como desventajoso y contrario a los intereses de la mayoría de los bonistas a mediados del siglo XIX. Bajo este

²⁴ En este sentido se pronunciaba W.O.Douglas, miembro de la SEC, quien consideraba que este tipo de cláusulas estaba permitiendo, tanto a los *insiders* como a los agentes de Wall Street, tomar ventaja de los pequeños bonistas al momento de la renegociación.

²⁵ Con la sanción de la Chandler Act se introducían dos procedimientos diferentes. Bajo el Capítulo X, la supervisión se hallaba bajo la esfera de un síndico; mientras que, en las empresas que se acogían al Capítulo XI, el *management* seguía en control de la firma (Bolton, 2003)

esquema era común que los tomadores de crédito que enfrentaban un problema de liquidez temporaria se vieran forzados a liquidar sus tenencias, aún cuando podían haber sido salvados de tal situación por un simple diferimento en sus pagos o una pequeña reducción en sus compromisos. En su ausencia, aquellos acreedores que se mantenían sin acordar (*holdouts*), utilizan la amenaza de liquidación para extraer un trato preferencial a expensas del deudor y del resto de los acreedores. En respuesta a esta situación, el mercado de valores londinense comienza a incluir una provisión contractual (actualmente denominada “Majority Action Clause”) que permite a los tenedores de bonos votar en la asamblea de acreedores para aceptar ajustes en las condiciones iniciales.

A partir de entonces, se generaliza la inclusión de las CACs. Ello permite resolver el problema de acción colectiva, al posibilitar a los bonistas llamar a una asamblea y nombrar un representante que negocie con los deudores. En la medida que las resoluciones que surjan de la citada asamblea sean respaldadas por una mayoría (75%), las mismas serán de cumplimiento obligatorio para todos los bonistas.

En lo que respecta al procedimiento para llamar a la quiebra (*Administrative receivership*), el mismo resulta controlado por el acreedor, con escaso o nula participación de la justicia. Además, a diferencia de lo observado en EUA con el Capítulo XI, en el caso británico el deudor no se mantiene a cargo de la firma durante el proceso de reorganización (si existiere). De esta forma, el acreedor puede optar por liquidar o reorganizar la misma; lo cual introduce un sesgo muy pronunciado a favor de la liquidación. A fuerza de alcanzar un consenso mayoritario, es posible que los deudores acuerdan con los tenedores de bonos a fin de no terminar en la liquidación.

En definitiva, si se evalúa la legislación en ambos países es posible observar como la estructura del capital terminó determinando el instrumento prevaleciente a la hora de resolver una situación financiera adversa. Mientras que en EUA la preeminencia del financiamiento vía *equity* incentivo la introducción de un esquema de reorganización judicial o estatutario (Capítulo XI), en Gran Bretaña la financiación por intermedio de la suscripción de bonos, llevó a que estos instrumentos pudieran ser fácilmente renegociados ante una situación financiera adversa. Como ha sido planteado, el esquema utilizado para resolver el problema de reestructuración en el ámbito corporativo ha sido seguido, directa o indirectamente, al momento de decidir respecto al esquema a utilizar para resolver una crisis de deuda soberana. Dicho paralelismo se ha mantenido a pesar que la analogía entre ambos casos dista de ser perfecta. En cierto sentido, los cambios legales también

reflejan la transformación que esta teniendo lugar en el gobierno corporativo de la firma que arrastra la crisis del treinta (Skeel, 2002)²⁶.

Tabla 1: Reestructuración de deuda – Enfoques alternativos

Esquema	País	Corporaciones	Estados Soberanos
Reestructuración vía Mercado	Gran Bretaña	Cláusula de Acción Colectiva o Mayoritaria	Deuda con jurisdicción en Londres: CACs + Exit Consent / Swaps
Reestructuración vía Justicia	Norteamérica	Capítulo XI	Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (SDRM)

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Chosal & Miller (2003)

En síntesis, el enfoque británico podría asociarse con un esquema de resolución de mercado, mientras que aquel utilizado en Norteamérica termina resultando más judicial.

Pero, como se desprende de este breve racconto institucional, el esquema de quiebras ha evolucionado de tal forma que, en la actualidad, el mismo tiende a favorecer la reorganización y la rehabilitación de la firma, en lugar de asociarse con la liquidación inmediata. Lo mismo puede decirse en torno a la introducción de cláusulas de acción colectiva. Sin embargo, ninguno de estos aspectos considerado al momento de introducir el esquema. Así, se copió la normativa vigente en Nueva York, la cual impone condiciones muy fuertes en caso de renegociación. En otras palabras, la idea era “disciplinar a los deudores”, impidiendo que estos pudieran modificar los contratos previamente firmados. Cualquier intento por suavizar esta normativa era cuestionado por los acreedores, planteando que el mismo alentaba el riesgo moral del deudor.

²⁶ La falta de respeto por los derechos de los acreedores financieros (tenedores de bonos) también mostrará su impronta al momento de originarse dicho cambio en el ámbito corporativo. De esta forma, el *equity* se convierte en la principal fuente de financiamiento para la empresa norteamericana.

3. El problema de los holdout

Considerando el nivel de adhesiones y holdouts en la reestructuración concluida por la Argentina, quienes no adhirieron al canje alcanzan a representar el equivalente a U\$S 20.000 MM, la mayoría de los cuales se hallaba en manos de extranjeros²⁷. Esta magnitud puede llevar a pensar que la salida del default de Argentina no puede darse por concluida hasta tanto no se resuelva el problema del *holdout*. De hecho esto es lo que entendieron los mercados, y lo que impide [a la Argentina] salir a financiarse a los mercados internacionales de crédito²⁸.

Así las cosas, las primeras acciones legales tienen como epicentro a la justicia de Nueva York así como otros tribunales en Alemania e Italia. Las presentaciones han sido a título individual aunque también han aparecido numerosas acciones de clase.²⁹

Tabla 2: Argentina después del canje: Composición del holdout (según legislación aplicable)

Ubicación	Monto (MM U\$S)	Participación (%)
Total	19.587,00	100.00
Locales - Argentina	1.489,00	7.60
Extranjero	18.098,00	92.40
NY - EUA	6.705,00	
Londres - GB	4.817,00	
Frankfurt – Alemania	6.180,00	
Tokio - Japon	100,00	
Otros	296,00	

Fuente: El Cronista Comercial según información de MVA – Macroeconómica (ECC, 7/3/05)

Quizás aquí también resulte observar como el tema ha ido evolucionado institucionalmente. En función de ello, la historia reciente en materia de controversias puede ser ilustrativa. Un ejemplo ampliamente citado, y fuertemente controversial, se vincula con la demanda iniciada por el fondo

²⁷ Un total de U\$ 18,098 millones resultó en manos de extranjeros, y el resto en manos locales (El Cronista Comercial, 7/3/2005). De dicho total, U\$ 6,705 millones correspondían a bonos con jurisdicción en los tribunales neoyorkinos. El resto se repartía entre Frankfurt – Alemania (U\$ 6,180 millones), Londres – Gran Bretaña (U\$ 4,817 millones), Japón (U\$ 100 millones) y otros tribunales del exterior (U\$ 296 millones).

²⁸ De alguna manera, esto también habla de la miopía con que decide la dirigencia política argentina. En un primer momento planteo lo dañino de reabrir el canje, llegando Argentina a sancionar una ley en contra de cualquier tipo de acción en dicho sentido, cuando quizás era el mejor momento para negociar con los bonistas remisos a entrar en el canje. Con el tiempo, la misma dirigencia comienza a hablar de las bondades de reabrir el canje, y para ello decide acudir a los principales bancos de inversión.

²⁹ Esta última habilita al cobro al conjunto de tenedores del bono demandado, en caso de ser aceptada la demanda. Una acción de este tipo fue presentada por la asociación de consumidores italiana (ADUC), a fin de demandar el pago del bono global 2008.

Elliot y Asociados contra el Perú. El demandante había adquirido deuda soberana en default³⁰. Cuando este país decide reestructurar la misma mediante el esquema de Bonos Brady, Elliot envía una notificación y decide no adherir al canje propuesto. En una primera instancia la corte falló en su contra, pero en una segunda instancia la justicia belga revirtió el fallo favoreciendo ahora al fondo especulativo³¹. La justicia prohibió al Chase Manhattan (agente financiero del Perú) y a Euroclear realizar el pago de los nuevos bonos, bajo el argumento que este país había violado el principio de igual tratamiento entre los acreedores extranjeros - cláusula *pari passu* (Buchheit & Pam, 2003). Al momento de tomar su decisión, la justicia interpretó que la participación en el citado plan de reestructuración no debía considerarse como mandataria, planteando también las consecuencias negativas que una decisión diferente podría generar en el mercado de bonos soberanos. Como consecuencia de lo anterior, y temiendo un nuevo default, Perú terminó pagando la totalidad de la deuda que mantenía con el demandante. Sin embargo, tal interpretación sería posteriormente cuestionada (Buchheit & Palm, 2003; Gelpern, 2004) –y, eventualmente dejada de lado. Otro caso relevante fue el protagonizado por Fidelity Union Trust Company of New Jersey, entidad financiera que no aceptó el acuerdo de refinanciación alcanzado entre el Banco Central de Costa Rica y un sindicato de Bancos. Por interposición de la cláusula de *amicus curae*, la administración norteamericana informó que no compartía la postura unilateral adoptada por el deudor, favoreciendo el enfoque del FMI (Fisch y Gentile, 2004). Finalmente, en otro caso que involucró también a un deudor oponiéndose al esquema de reestructuración fijado por el Plan Brady (Pravin Banker Assocs., Ltd vs. Banco Popular del Perú), la justicia norteamericana falló nuevamente a favor de los tenedores de bonos. En este caso, la decisión confirmó la capacidad de estos para poder demandar en forma individual al deudor.

En lo que respecta al caso argentino, en un primer momento existió incertidumbre respecto a la viabilidad de la operación – lo cual llevó a postergar la entrada en vigencia del canje³². Una vez aprobada la operación, el ambiente legal-institucional parecía favorecer a la Argentina. Por un lado, las primeras decisiones emanadas de la justicia neoyorkina, en particular la actitud del Juez

³⁰ En este caso, Elliot obtuvo un fallo favorable por U\$S 58 millones; cuando este fondo los había comprado títulos de la deuda por un quinto de su valor.

³¹ Dado que en el proceso de canje, se involucraría al Euroclear System con sede en Bruselas (Bélgica), la presentación de Elliot se realizó ante los tribunales de dicha ciudad.

³² Originalmente, el viernes 1º de abril se deberían haber emitido bonos nuevos por U\$S 35.260 millones

T.Griesa respecto a la titularidad de los bonos depositados en el Banco de Nueva York³³. Pero, por otro lado, el país también se benefició con una modificación en la legislación belga (reinterpretando el término *pari passu*), lo cual permitía desarticular la estrategia de los litigantes.³⁴ Finalmente, también existió una señal auspiciosa por parte del Ejecutivo estadounidense, a partir de una presentación la Casa Blanca como la Reserva Federal se mostraron contra la estrategia de los litigantes de interferir con los pagos que pueda realizar la Argentina a sus acreedores que optaron por adherir al canje (Gelpern, 2004; 2005)³⁵. Todo lo anterior refleja el interés norteamericano por el correcto funcionamiento de los mercados.

Sin embargo, lo anterior no debe ser considerada como un apoyo irrestricto a la posición del país.

Así, considerando el nivel de adhesión alcanzado por el canje frente a lo obtenido en otras reestructuraciones (con niveles de adhesión superiores al 90%), el gobierno estadounidense se declaró desde un primer momento favorable a la re-apertura³⁶. Del mismo modo, con el paso del tiempo y ante la falta de definición ante los *holdouts*, la postura de la justicia norteamericana se fue acercando hacia el lado de los bonistas. El principal juez interviniente, Thomas Griesa, que en un primer momento había fallado a favor de la Argentina, luego comenzó a apoyar el reclamo de los *holdouts*, llegando a ordenar el embargo de fondos argentinos en Norteamérica^{37 y38}.

³³ Ello se refiere a la actitud evidenciada ante la presentación efectuada por el fondo buitre NML, perteneciente a Elliot Associates, quien reclamo US\$ 7,000 en bonos depositados en el Banco de Nueva York. A esta presentación se sumaron posteriormente otros 4 fondos especulativos, correspondientes a: K. Dart, Lightwater & Old Castle; Macrotechnic Latinburg y Applestein. El argumento de unos y otros giran en torno a la propiedad de los bonos: a los ahorristas (postura del gobierno) ó al Estado Argentino (postura de los demandantes). En una primera instancia, el juez Griesa dictaminó a favor de la Argentina, aunque el caso fue elevado a la Corte de Apelaciones.

³⁴ Esto porque, de aquí en más, estos no podrían bloquear las cuentas del deudor en el extranjero. Según V.Werning, especialista en mercados emergentes del JP Morgan, la enmienda busca « prevenir que los *holdouts* puedan embargar cuentas en efectivo ». En « Una nueva ley belga deja sin margen a los que no canjearon: Prohíbe embargar los pagos de la deuda restructurada » El Cronista Comercial, jueves 3 de marzo de 2005.

³⁵ Por medio de una opinión no vinculante (recurso *amicus curiae*), los poderes políticos (Gobierno y Reserva Federal) como financieros (New York Clearing House Association) plantearon a la justicia la amenaza que conlleva la aplicación indiscriminada de la cláusula *pari passu*.

³⁶ Según declaraciones de J. Snow (Secretario del Tesoro Norteamericano), refiriéndose a los números del canje, « un número substancial de bonistas suscribieron al canje, más del 76%, lo que significa que hay aún bonistas con los que hay que negociar ».

³⁷ El último fue un embargo por US\$ 72 millones sobre las cuentas de la sucursal del Banco de la Nación Argentina (BNA) en NY, a partir de una demanda presentada por los fondos de inversión Elliot y Dart. En este caso así como en anteriores, el juez ha recurrido al concepto de “alter ego”

3.2 La vía arbitral

Todo lo comentado anteriormente resulta relevante pues, hasta el momento, ante cualquier problema con el cobro de sus acreencias, los tenedores de bonos acudían a los tribunales del país en que había sido emitido el bono. Así, en función de la preminencia de las plazas financieras de Nueva York y Londres, la mayoría de los bonos terminaban reconociendo la jurisdicción de una u otra ciudad (Shiharta, 1992). Dado que una gran mayoría de los bonos emitidos por el país lo fueron en US\$ pagaderos en Nueva York y reconociendo la legislación de NY, es posible explicar la trascendencia del Juez Griessa. En su momento, dicho encuadre jurídico parecía el más adecuado para defender los derechos de los bonistas – cuyos contratos completos parecían imposibles de vulnerar. La crisis argentina vino a demostrar lo desacertado de tal pronóstico (Mortimore y Stanley, 2006).

Pese a todo, se puede hablar de un [relativo] fracaso de las presentaciones ante la justicia norteamericana dada la escasa posibilidad de actuación que tiene la misma para con otros Estados soberanos³⁹. Lo anterior indujo a un grupo de bonistas italianos deciden llevar sus disputas a la órbita del CIADI. Hasta ahora se han presentado tres demandas: caso ARB/07/5 (Giovanna A.

planteando la inexistencia de diferencia alguna entre la entidad [BNA u otras sobre las cuales impone el embargo] y la Argentina. Cabe destacar que, en ocasiones anteriores el juez embargo fondos del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Fuente: La Nación “El Juez Giresa ordenó otro embargo contra la Argentina”, Octubre 2008.

³⁸ Posteriormente el fondo de inversión [buitre] NML-Elliot, que agrupa a un grupo de bonistas que quedaron fuera del canje logra un embargo sobre las cuentas argentinas en Francia, logrando inmovilizar más de U\$ 1.000 millones. Fuente: La Nación “Pedirá Francia que se anule el embargo de fondos argentinos” – Miércoles 8 de Abril de 2009.

³⁹ Dicha situación llevó a 2 congresistas estadounidenses a presentar un proyecto al Congreso [Ley de Responsabilidad de Estados Extranjeros] donde pide al gobierno de su país que obligue a terceros Estados a tratar a sus acreedores con justicia. Fuente: La Nación, “*EEUU: Proyecto a favor de los Holdouts*” Jueves 8 de Octubre del 2008.

Beccara and Others v Argentine Republic)⁴⁰, el caso ARB/07/8 (Giovanni Alemanni and Others v. Argentine Republic)⁴¹ y el caso ARB/08/9 (Giordano Alpi and others v. Argentine Republic)⁴².

El motivo de la elección de esta vía [CIADI] se asocia al hecho que una resolución emitida por el tribunal arbitral [favorable a los bonistas] debe ser acatada por el país emisor. De igual modo, el espectro de bienes con posibilidad de ser embargados por la justicia resultan mayores que los que podrían surgir de una decisión originada en un tribunal neoyorkino⁴³. Todo ello permite explicar el interés de los bonistas italianos en conseguir que sus reclamos sean reconocidos por el CIADI⁴⁴. Desde la perspectiva del acreedor, el sistema presenta puras ventajas. Esta es la visión de Griffin & Farren (2007) quienes, además de destacar aspectos relacionados al *enforcement* del fallo consideran el carácter “independiente” o apolítico que muestran el esquema arbitral de resolución de conflictos, aspecto habitualmente destacado entre aquellos que favorecen este tipo de esquema⁴⁵. Debe reconocerse que, a priori, la razón asiste a los bonistas dado que numerosos tratados firmados por la Argentina en los 90s listaban a los bonos dentro de la categoría de inversiones –

⁴⁰ Este fue el primer caso introducido contra la Argentina por los bonistas que no adhirieron al canje (holdouts). El mismo fue registrado el 7 de Febrero del 2007, siendo el tribunal constituido el 6 de Febrero del 2008. El mismo se halla presidido por el suizo Robert Brinner, siendo los árbitros el egipcio Georges Abi-Saab y el holandés Albert Jan Van Den Berg. Luego de la designación del presidente del tribunal, N.Stock declaraba “*The appointment of the ICSID tribunal is proceeding apace and the arbitration is moving forward as planned*”

⁴¹ La demanda fue introducida el 27 de Marzo del 2007, constituyéndose en Julio del 2008 el tribunal, del cual participan: el británico Franklin Berman (Presidente); mientras que el alemán Karl-Heinz Böckstiegel y el canadiense J. Christopher Thomas fueron nominados árbitros.

⁴² Esta demanda fue registrada el 28 de Julio del 2008, y en Diciembre del 2008 se constituye el tribunal. El Presidente del mismo es el alemán Bruno Simma, mientras que el también alemán Karl-Heinz Böckstiegel y el español Santiago Torres Bernárdez resultaron nominados árbitros.

⁴³ Una vez alcanzado un fallo, el artículo 53 (1) de la Convención del CIADI asegura que el mismo se vuelve obligatorio para cada una de las partes intervinientes. La fortaleza del sistema reside en la posesión del efecto *res iudicata*, por el cual, todos los Estados miembros deben reconocer lo fallado en esta instancia arbitral como si surgieran de los tribunales locales. En este sentido, los fallos resultan ejecutables y finales – en otras palabras: los fallos originados en el CIADI no podrían verse revisados por la justicia local.

⁴⁴ El sistema CIADI es bastante laxo en el asunto. En primer lugar, debe recordarse que el acta originaria de la Convención no define el término inversión – otorgando mayor libertad a las partes para poder introducir la definición en el contrato particular. Ello hace que, para conocer el alcance del término se deba ir a la lectura del acuerdo bilateral o TBI particular.

⁴⁵ Así, los autores también destacan la libertad que otorga el sistema [CIADI] al momento de diseñar los términos del arbitraje, así como la posibilidad de nombrar a personas con amplio prestigio y conocimiento específico por tema.

particularmente los acordados con Alemania e Italia – no así el firmado con EEUU⁴⁶. Con base a ello, los bonistas italianos plantean la pertenencia de su reclamo⁴⁷.

Pero, lo que es más importante desde el punto de vista soberano, es que cualquier cesación de pagos (aunque la misma muestre un carácter transitorio), que normalmente origina una operación de reestructuración, termine siendo considerada como un acto expropiatorio ([bien directo o indirecto] (Waibel, 2007). Ello es lo que normalmente surge de una simple lectura de un TBI, aunque ello nunca halla sido estipulado en un contrato [de bonos]. Esto es el peligro que plantea el permitir al CIADI tener jurisdicción en este tema y que podría, en el límite, impedir todo tipo de renegociación tal como lo plantea el nuevo esquema contractual actualmente en boga.

4. Algunas conclusiones

Como se comentará en el documento, ya sea por inercia institucional o ante la presencia de economías de red, el andamiaje legal terminó copiando al observado en la Jurisdicción de Nueva York. Ello terminó por diseñar un esquema de contratos completos, con escasa o nula posibilidad de modificación. También aquí Argentina terminó calificando como excepción.

¿Qué efectos puede tener la ingerencia del CIADI en el andamiaje institucional internacional?

En un principio podría plantearse que la irrupción del esquema CIADI puede llegar a minar los esfuerzos introducidos en la arquitectura financiera internacional a fin de resolver el problema de acción colectiva. Frente a ello, cualquier intento de canje estaría condenado al fracaso, lo que tornaría a la cooperación en un imposible, al tiempo que limitaría [al extremo] la flexibilidad del soberano al momento de lanzar cualquier propuesta de reestructuración. Los bonistas tendrían, una vez más, algo sobre lo que agarrarse para ir “por todo”.

⁴⁶ En este caso, el tratado reconoce cualquier reclamo de dinero o sobre el desempeño que mantenga un valor económico al tiempo que se relacione [de manera directa] con una inversión. Sin embargo, los nuevos tratados firmados por EEUU si reconocen a los bonos como inversión (US Model BIT at http://www.ustr.gov/assets/Trade_Sectors/Investment/Model_BIT/asset_upload_file847_6897.pdf)

⁴⁷ Resulta importante de destacar que el CIADI ya ha intervenido previamente ante demandas que involucraban inversiones de portafolio (Waibel, 2007; Griffin & Farren, 2007). Un primer ejemplo viene evidenciado por la demanda presentada por FEDAX contra Venezuela, En este caso, el tribunal consideró a los “*promisory notes*” emitidos por Venezuela como una inversión - préstamo crediticio. Un segundo caso, fue protagonizado por CSOB quien demando a la República Eslovaca ante el CIADI, aunque en este caso se hallaban involucrados instrumentos de deuda. Pese a ello, el resto de los litigios han sido ventilados a nivel local.

Si a lo anterior le sumamos el marcado sesgo “pro-inversor” que han venido mostrando estos tribunales, así como el escaso reconocimiento a las condiciones [económicas, políticas, o sociales] por las que pueda estar atravesando el emisor soberano, no hará más que alimentar la popularidad de estos tribunales entre los bonistas. Estos esperarían recuperar mayores montos en sus juicios ante estos tribunales que en caso de continuar la acción ante la justicia local (leáse, Nueva York), tanto por efecto del sesgo que podría mostrar el tribunal como también a consecuencia de la mayor probabilidad de cobro que muestra este tipo de instancia. En cualquier caso, la aceptación incrementaría [de manera inmediata] el poder de negociación de los bonistas.

Desde una perspectiva institucional, lo anterior estaría planteando una suerte de “convergencia”, al brindar una misma instancia institucional a acreedores financieros y reales. A futuro, si dicha convergencia termina por producirse, queda por preguntarse su efecto sobre los mercados de deuda soberana. En este sentido, la irrupción del CIADI como nuevo árbitro podría resultar catastrófico para la suerte del sistema financiero internacional. Lo anterior alteraría la arquitectura financiera internacional en un momento en que la misma se halla fuertemente cuestionado.

Pese a todo, por el momento pareciera que el problema solo afecta a la Argentina – país sobre el que CIADI parece dispuesto a erigirse en una suerte de árbitro de última instancia. El resto de los países que reestructuraron su deuda con posterioridad se beneficiaron del esquema CACs, sin evidenciarse ningún tipo de reclamo posterior de los bonistas que no entraron en la renegociación. Sin embargo, por el momento no puede aseverarse que lo anterior termine por configurarse como la norma, al tiempo que la presentación de los bonistas italianos ante el CIADI resulta una excepción.

5. Referencias

1. Bolton, P. (2003). Toward a Statutory Approach to Sovereign Debt Restructuring: Lessons from Corporate Bankruptcy Practice Around the World. IMF Staff Papers – Vol. 50 Special Issue.
2. Bolton, P. and D.Skeel (2004). Inside the Black Box: How should a Sovereign Bankruptcy Framework be structured?. Emory Law Journal, Vol. 53 pp. 763-822.
3. Choi, S. & Mitu Gulati (2004). Innovation in Boilerplate Contracts: An Empirical Examination of Sovereign Bonds. Emory Law Journal.
4. Choi, S. & Mitu Gulati (2006). An empirical study of Securities Disclosure Practices. Law and Economics Research Paper Series – Research Paper N° 06-08.
5. Chuhan, P. and F. Sturzenegger (2003). Default episodes in the 1980s and 1990s: What have we learned?. Manuscript, The World Bank and Universidad Torcuato di Tella
6. Economist (2005) Argentina's debt restructuring: A victory by default. March 3rd.
7. Eichengreen, B. and R. Portes (1986). Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences. NBER Working Paper Series 1772.
8. Eichengreen, B. and R. Portes (1989) Dealing with Debt: The 1930s and the 1980s, NBER Working Paper Series 2867.
9. Eichengreen, B. and A. Mody (2000). Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? NBER Working Paper Series 7458
10. Eichengreen, B.; K. Kletzer and A. Mody (2005) The IMF in a World of Private Capital Markets. NBER Working Paper Series 11198
11. Fisch, J. and C. Gentile (2004). Vultures or Vanguard?: The Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring. 53 Emory Law Journal 1043, pp. 1075-88.
12. Gelpern, A. (2003) How Collective Action is changing sovereign debt. International Financial Law Review – IFLR/May.
13. Gelpern, A. (2004). Building a better seating chart for sovereign restructuring. Emory Law Journal, Vol.53 pp. 1119-1661
14. Gelpern, A. (2005a) What Markets can learn from Argentina. International Financial Law Review – IFLR/May
15. Gelpern, A. (2005b). After Argentina. The State University of New Jersey - Rutgers School of Law-Newark, Center for Law and Justice.
16. International Monetary Fund (2002). Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts— Encouraging Greater Use. Prepared by the Policy Development and Review, International Capital Markets and Legal Departments
17. Jubilee 2000 (2001). It takes two to Tango: Creditor co-responsibility for Argentina's crisis and the need for independent resolution. A Jubilee Plus report, September.
18. Lubben, S. (2004). Out of the Past: Railroads & Sovereign Debt Restructuring. Mimeo.
19. Mullock, C. (2003). Sovereign Debt restructuring Proposals and their effects on Emerging Markets Debt Investment. The Chazen Web Journal of International Business – Columbia Business School.
20. Roe, M. (1987). The voting prohibition in bond workouts. Yale Law Journal, 97-232.
21. Sachs, J. (1986). Managing the LDC debt crisis. Brooking Papers on Economic Activity, N° 2, 397-440.
22. Sachs, J. (1995). Do we need an international lender of last resort. Frank D. Graham Lecture – Princeton University, 20 April. Disponible en la página WEB <http://www.ksg.harvard.edu/cid/ciddirector/publicat.html#Working>

23. Waibel, M. (2007). Opening Pandora's Box: Sovereign Bonds in International Arbitration. *American Journal of International Law*.