



Un mecanismo de «derecho blando» para la reestructuración de la deuda soberana

Basado en los Principios de la ONU

MARTÍN GUZMÁN Y JOSEPH E. STIGLITZ

Octubre de 2016

- Los mercados de crédito para la deuda soberana no funcionan bien. El «sistema asistemático» en boga para la reestructuración de la deuda soberana está plagado de incentivos perversos, que a su vez conducen a resultados destructivos e inequitativos.
- La Asamblea General de las Naciones Unidas aprobó en septiembre de 2015 nueve principios que deberían guiar los procesos de reestructuración de la deuda soberana.
- En este artículo se analiza la utilidad de esos principios y se explora una manera de impulsar reformas.



Contenidos

1. Introducción	3
2. La utilidad de los principios establecidos por la ONU	4
Soberanía	5
Buena fe	5
Transparencia	6
Imparcialidad	6
Inmunidad soberana	6
Legitimidad	7
Sostenibilidad	7
Reestructuración por mayoría	7
3. El camino a seguir	8
Apéndice: Los Principios de la ONU	9
Bibliografía	10



1. Introducción¹

La reestructuración de una deuda soberana se lleva a cabo con la meta última de restaurar la sostenibilidad de la deuda pública con *alta probabilidad*.² Sin embargo, no es eso lo que suele suceder. Desde 1970, más de la mitad de los episodios de reestructuración con acreedores privados fueron seguidos de otra reestructuración o de un default en menos de cinco años.³ Esta es una evidencia incompatible con cualquier interpretación sensata de «restaurar la sostenibilidad de la deuda pública con alta probabilidad». Por el contrario, sugiere que el alivio concedido a los deudores en dificultades es insuficiente para alcanzar la meta principal de la reestructuración, e *ipso facto* las economías demoran en recuperarse de recesiones o depresiones, con consecuencias negativas de gran magnitud para las sociedades.⁴

La falta de un régimen legal que establezca la manera de proceder frente a un deudor soberano en dificultades convierte la tarea de resolver las crisis de endeudamiento en un proceso complejo, plagado de las más variadas ineficiencias y dificultades.⁵ El «sistema asistemático» en boga se caracteriza por negociaciones que se basan en instrumentos de mercado descentralizados y no vinculantes, y que giran en torno de cláusulas de acción colectiva y pulseadas entre códigos de conducta. El Fondo Monetario Internacional (FMI) suele actuar como mediador en este proceso de negociaciones entre el deudor en dificultades y sus acreedores,⁶ pero no siempre consigue dar una respuesta oportuna a

las necesidades de la reestructuración; lejos de ello, suele fracasar; e incluso los procesos de reestructuración que a la larga son llevados a término, como ya señalamos, con frecuencia carecen de la necesaria profundidad.⁷

En líneas generales, el actual «sistema asistemático» no respeta los acuerdos prioritarios, ni resuelve las inequidades entre acreedores, ni contempla el financiamiento del deudor en posesión, ni cuenta con recursos preventivos adecuados, como la existencia de incentivos suficientes para que los acreedores presten bajo condiciones justas o para que los deudores opten por la conducta prudencial.⁸

Las lagunas de la arquitectura jurídica crean incentivos perversos para el arbitraje y juegan en contra de la cooperación. Estos vacíos legales han engendrado y alimentado los denominados *fondos buitres*: fondos de alto riesgo cuyo modelo de negocios se basa en la explotación de los resquicios legales que ellos mismos contribuyen a crear.⁹ Los fondos buitres se especializan en atacar países que atraviesan crisis de endeudamiento. Su *modus operandi* consiste en comprar bonos de esos países a precios de remate en mercados secundarios, en general emitidos bajo la ley de Nueva York, y después demandar al emisor reclamando el pago íntegro: todo el capital y todos los intereses, incluidos los intereses punitivos¹⁰ y la indemnización por riesgos que ellos no han asumido. Una vez obtenida la sentencia favorable, si el país se niega a pagar según los términos del fallo, los buitres se valen de tácticas brutales.¹ Este comportamiento ha aumentado

1. Los autores agradecen el respaldo financiero del Institute for New Economic Thinking (INET) al programa de investigación sobre deuda soberana que desarrollan en la Universidad de Columbia, en el marco de la beca INET para Estudios sobre Eficiencia y Estabilidad de la Macroeconomía.

2. La deuda pública es sostenible con alta probabilidad cuando el pago no requiere una secuencia ilimitada de préstamos futuros en la mayoría de los escenarios económicos posibles. Un endeudamiento sostenible puede entrañar alguna probabilidad de default (es decir, la deuda solo podría sostenerse con préstamos ilimitados), que obviamente se refleja en una tasa de interés más alta que la tasa de retorno segura. Una tasa de interés muy alta implicaría una probabilidad de default significativa a juicio del mercado. Por otra parte, un grupo de expertos externos podría determinar una alta probabilidad de default aunque la prima de riesgo del mercado fuera baja; los mercados son a veces “irracionalmente exuberantes”

3. V. Guzmán (2016a); Guzmán/Stiglitz (2016b).

4. En presencia de efectos secundarios transfronterizos, la demora también repercute negativamente en los países que mantienen relaciones económicas con el deudor en dificultades. Ver Orszag/Stiglitz (2002).

5. La teoría económica demuestra que, en presencia de externalidades macroeconómicas, los mercados no resuelven con eficiencia los procesos de reestructuración. Ver Miller/Stiglitz (1999, 2010).

6. El proceso de negociación indica de por sí la ausencia de competencia perfecta. En especial cuando se negocia con información imperfecta y asimétrica, tanto el proceso como los resultados pueden ser ineficientes.

7. La Oficina de Evaluación Independiente del FMI encontró graves defectos en la intervención del FMI en la crisis europea (OEI del FMI 2016). Los pronósticos del FMI para los países en dificultades suelen ser fallidos porque sobreestiman la velocidad de recuperación de los países que atraviesan recesiones (Guzmán/Heymann 2015), pese a que las variaciones de

los multiplicadores fiscales –de las que existe amplia evidencia bibliográfica (Auerbach/Gorodnichenko 2012; Blanchard/Leigh 2013)– permiten prever que los programas de ajuste fiscal dificultarán la recuperación.

8. V. un análisis más extenso en Guzmán/Stiglitz (2016a).

9. Un ejemplo contundente es el hecho de que la legislatura neoyorquina haya eliminado en 2004 la defensa Champerty para adquisiciones o transferencias de deuda por un valor superior a los 500.000 dólares. Antes, la doctrina Champerty invalidaba el reclamo de un bonista que hubiera adquirido deuda en default con intenciones de demandar al emisor (v. Blackman/Mukhi 2010).

10. Bajo la ley de Nueva York, la tasa de interés previa a sentencia es de 9%. Se fijó en 1981, cuando la inflación anual de Estados Unidos ascendía a 8,9%, y no se ha modificado pese a la significativa caída de este índice. Esta tasa de interés en reclamos previos a sentencia es más punitiva que indemnizatoria. Además, los fondos buitres que compran deuda en default pueden recibir pagos con los intereses a esa tasa antes de que se emita sentencia, e incluso los que corresponden a períodos transcurridos entre el default y la fecha de adquisición, durante los cuales los buitres no eran tenedores de los bonos. Esto es lo que ocurrió en el litigio entre Argentina y los fondos buitres tras el default de 2001 (v. Cruces/Samples 2016; Guzmán 2016b).

11. En el litigio con Argentina tras el default de 2001, por ejemplo, los buitres lograron embargar la icónica Fragata Libertad, intentaron sin éxito embargar depósitos del Banco Central de la República Argentina en la Reserva Federal de Nueva York, financiaron una campaña publicitaria con el propósito de presionar al gobierno argentino para que cumpliera con sus exigencias e incluso respaldaron la creación de un grupo de tareas (American Task Force Argentina) que contrató como lobbistas a ex-funcionarios gubernamentales argentinos de alto perfil.



exponencialmente en las últimas décadas: las reestructuraciones de deuda acompañadas de litigios escalaron desde aproximadamente 5% en los años 80 a casi 50% en 2010 (v. Schumacher/Trebesch/Enderlein 2014).

Los resultados son alarmantes. Las estrategias de los buitres rinden beneficios descomunales que redundan en severas desigualdades entre los acreedores, e *ipso facto* agravan un problema de riesgo moral que amenaza con desbaratar la reestructuración de la deuda soberana antes de que el proceso llegue a término, tal como ocurrió, por ejemplo, en el reciente caso argentino. A la luz de estos acontecimientos, los acreedores de buena fe advierten los buenos dividendos que rinde la estrategia del bonista disidente (*holdout*). En la reciente saga de Argentina contra los fondos buitres en los tribunales de Estados Unidos (con NML Capital, una filial del fondo de alto riesgo neoyorquino Elliott Management, a la cabeza de los buitres), ni siquiera era necesario ser litigante para recibir el mismo tratamiento que los tribunales prodigaron a los buitres: los tribunales ordenaron al país que tratara a los acreedores disidentes no litigantes bajo los mismos términos obtenidos por los buitres litigantes. ¿Por qué, entonces, los acreedores de buena fe se avendrían a cooperar con un deudor asfixiado para concederle una reestructuración que probablemente incluiría un descuento considerable, si basta con ponerse a la cola de un fondo buitre para incrementar esas ganancias en porcentajes de cientos o incluso miles? El principal problema con la sumatoria de estas acciones individualmente «racionales» es que a la larga, cuando la cantidad de bonistas que siguen la misma estrategia es suficientemente alta, la reestructuración de la deuda se vuelve imposible. El caso *NML Capital Ltd. et al. v. Republic of Argentina* intensificó un debate de larga data –en el que han intervenido académicos, profesionales, instituciones multinacionales y miembros de la sociedad civil– sobre la necesidad de llevar a cabo reformas sistémicas.¹²

Por un lado, la Asociación Internacional de Capitales (ICMA), con el apoyo y la adhesión del FMI, propuso introducir reformas en el lenguaje contractual de la deuda soberana, con miras a impedir situaciones como la que padeció Argentina a manos de los buitres. Los nuevos términos que propuso ICMA incluyen una fórmula para el agrupamiento en las cláusulas de acción colectiva (v. ICMA 2014; FMI 2016; Gelper/Heller/Setser 2016). Algunos países ya emiten deuda con este nuevo lenguaje. Aunque los

nuevos términos son un signo de progreso, es improbable que basten para resolver problemas fundamentales que hoy aquejan a los procesos de reestructuración (v. Guzmán/Stiglitz 2016a).

Por el otro lado, la Organización de las Naciones Unidas (ONU) se puso a la cabeza de la campaña en aras de crear un mecanismo reglamentario o legal para la reestructuración de la deuda soberana, tal como lo reflejó primero la Resolución 68/304 de la AGNU, aprobada en septiembre de 2014, y después la Resolución 69/319 de la AGNU, aprobada en septiembre de 2015. La segunda resolución de la AGNU sancionó nueve principios que deben constituir la base de toda reestructuración: soberanía, buena fe, transparencia, imparcialidad, trato equitativo a los acreedores, inmunidad soberana, legitimidad, sostenibilidad y reestructuración por mayoría (en adelante, «Principios de la ONU»).

La ONU ha señalado pasos a seguir en la dirección correcta. Aunque la creación de un marco legal multinacional para resolver crisis de endeudamiento parece poco factible a corto plazo, los Principios de la ONU sientan bases valiosas para las próximas etapas del proceso. En el presente artículo, analizamos la utilidad de estos principios. En la Sección 2 se examinan las mejoras que pueden aportar los Principios de la ONU a la resolución de las crisis vinculadas a la deuda soberana. La Sección 3 explora un camino posible para seguir adelante, en el marco de una estrategia gradual y acumulativa.

2. La utilidad de los principios establecidos por la ONU

De los 176 Estados Miembros que participaron en la votación de la RES/68/304/AGNU, 124 se manifestaron a favor, 41 se abstuvieron y 11 votaron en contra. El grupo de países que se abstuvieron o votaron en contra estaba integrado mayoritariamente por economías avanzadas. Un año más tarde, de los 183 países que votaron en relación con la RES/69/319/AGNU, 136 se manifestaron a favor, 41 se abstuvieron y solo seis votaron en contra. El último grupo incluyó a EEUU y el Reino Unido –las dos principales jurisdicciones que emiten deuda de las economías emergentes–, junto con Alemania, Canadá, Israel y Japón.

Los Principios de la ONU se han vulnerado en muchas de las últimas reestructuraciones.¹³ Su acatamiento resolvería la mayor parte de las deficiencias observadas en recientes procesos de reestructuración.

12. El informe de la Comisión Internacional de Expertos del Sistema Monetario y Financiero Internacional, designada por el presidente de la AGNU, señaló las deficiencias de los enfoques para reestructurar deudas soberanas y urgió a mejorarlos para poner fin a las pérdidas de eficiencia y los resultados inequitativos (Stiglitz et al. 2010).

13. V. el texto completo de los Principios de la ONU en el apéndice.



Soberanía

El principio de *soberanía* reconoce que el soberano tiene derecho a decidir sus políticas de acuerdo con los objetivos del Estado, incluido el derecho a reestructurar su deuda. Violar el derecho del soberano a iniciar un proceso de reestructuración puede prolongar el mantenimiento de su deuda en niveles que no son sostenibles, obviamente, pero además le cierra todos los caminos para salir de la deuda insostenible. Como resultado, se agrava la situación económica del país en dificultades. El caso argentino también es un ejemplo ilustrativo de estas tensiones: si los acreedores de Argentina hubieran previsto cuán desventajoso se vería su arreglo (en relación con los buitres) tras la posterior sentencia del juez estadounidense, posiblemente no habrían aceptado el acuerdo que permitió la recuperación del país.¹⁴ Argentina habría quedado en un limbo, incapaz tanto de solventar como de reestructurar la deuda sin infligir un sufrimiento desmedido a sus ciudadanos, y ni siquiera con ese sufrimiento habría estado en condiciones de pagar.¹⁵

Buena fe

El principio de *buena fe* impone al deudor soberano y a sus acreedores el deber de negociar cuando la posición deudora del soberano se vuelve insostenible. De acuerdo con su enunciación, las negociaciones de buena fe deben apuntar a restablecer la sostenibilidad de la deuda. Existe bibliografía orientativa sobre los significados de este principio para la práctica de los acreedores: el deber de participar en negociaciones para reestructurar la deuda, el deber de estipular términos equitativos de reestructuración, el deber de no comprometer el resultado de las negociaciones de buena fe con un voto negativo, y una moratoria a la litigación de acreedores disidentes con el propósito de conseguir trato preferencial (Goldmann 2016). El principio también implica proteger las expectativas legítimas, prohibir la violación de derechos e impedir ventajas injustificadas obtenidas por medio de actos ilegítimos (Kolb 2006).¹⁶ La legislación antibuitre adoptada en

Bélgica en 2015 ofrece orientación práctica para codificar algunos aspectos de este principio: el comportamiento disidente podría considerarse abusivo si la deuda se adquirió en default o a un precio que reflejaba una diferencia considerable entre el valor nominal y el precio de mercado, y los pagos que reclaman los bonistas son desproporcionados respecto de lo que podía esperarse razonablemente en el momento de la adquisición, considerando los precios del mercado y la situación económica del deudor soberano.

Hay otros aspectos de la buena fe: los acreedores en posesión de instrumentos cuya compra incluye indemnización por riesgo no pueden, en buena fe, negociar con miras a que se los trate como si el préstamo estuviera exento de riesgo. Estos acreedores deben aceptar que el alto rendimiento cuando las cosas salen bien tiene su contrapartida en el bajo rendimiento cuando las cosas salen mal (cf. Goldman 2016; Guzmán/Stiglitz 2016a).

Este principio también debe estar codificado para la parte deudora. Un deudor que actúa de buena fe en un proceso de reestructuración debe negociar con el objetivo de alcanzar un alivio de la deuda que asegure una recuperación de la sostenibilidad con alta probabilidad, pero no más.¹⁷ Sin embargo, este nivel de alivio o reducción es difícil de calcular, porque se basa en presuposiciones sobre la medida en que el rendimiento económico del deudor dependerá de los términos estipulados para la reestructuración, así como de otros factores pertinentes. En este sentido, la buena fe requiere transparencia, ya que los actores involucrados deben saber a ciencia cierta con qué presuposiciones subyacentes se calcula determinada reducción de la deuda que asegure la recuperación de la sostenibilidad con alta probabilidad, de modo tal que la posición del deudor en las negociaciones se condiga con el principio de buena fe.

El caso argentino también permite comprobar hasta qué punto la incapacidad de los jueces estadounidenses para comprender el proceso de reestructuración de una deuda soberana puede llevarlos a tergiversar el significado de este principio, con la ulterior consecuencia de desbaratar la meta última de toda la reestructuración. En la disputa de Argentina con los fondos buitres, el Segundo Circuito calificó al país de deudor «inédito y recalcitrante»,¹⁸ es decir,

14. La notable recuperación finalmente creó recursos suficientes para pagar sustanciosos retornos sobre los bonos indexados por PIB a los bonistas que ingresaron al canje, de modo tal que el descuento concedido resultó mucho menor.

15. Por ejemplo, Grecia se vio obligada en 2015 a suscribir un acuerdo con una dosis adicional de austeridad –que exacerbó su ya profunda depresión– sin posibilidades de reestructurar la deuda. Alemania insistió en denegar la reestructuración, aun cuando casi todos los analistas, incluido el FMI, consideraban que la deuda pública de Grecia era insostenible con alta probabilidad. Ver Varoufakis (2016).

16. Aunque los economistas detecten ambigüedades en varios de ellos, estos términos deben adquirir significados relativamente precisos en la aplicación del principio. Debe resultar obvio que los reclamos de los buitres fueron incompatibles con muchos de estos principios. Por ejemplo, si antes NML Capital pudo argumentar que era legítimo esperar el pago íntegro en el caso argentino porque existían antecedentes (como la victoria de Elliot Associates contra Perú, en 1998), un significado preciso de

este concepto implicaría que es irrazonable, y por ende ilegítimo, esperar el pago total de una promesa riesgosa que ya se ha incumplido (como el bono en default), y más aún si el bono se adquirió cuando su precio de mercado reflejaba una probabilidad muy baja de recibir el pago íntegro.

17. Por ejemplo, una reducción de 100% obviamente recuperaría la sostenibilidad de la deuda, pero excedería lo que necesita el deudor soberano para recuperar la sostenibilidad con alta probabilidad.

18. Ver fallo del Segundo Circuito del 23 de agosto de 2013, <www.shearman.com/~/media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2013/Arg33_NML_Second_Circuit_Decision.pdf>, p. 23, fecha de consulta: 22/9/2016.



deudor que no actúa de buena fe. Pero el tribunal no citó un solo elemento para probar que los términos de reestructuración propuestos por Argentina en los canjes de 2005 y 2010 fueran abusivos, en el sentido de pretender una reducción superior a la necesaria para restaurar la sostenibilidad con alta probabilidad.¹⁹ Aun en ausencia de un marco formal multinacional para la reestructuración de la deuda soberana, la codificación apropiada de este principio también podría orientar a los tribunales del país en cuya jurisdicción debe dirimirse el litigio.

Transparencia

El principio de *transparencia* también suele ser vulnerado. Los contratos de permuta de cobertura por incumplimiento crediticio de un deudor soberano (*sovereign credit default swap*, SCDS) son potenciales incentivos perversos en la mesa de negociaciones, porque sus tenedores tienen chances de beneficiarse con una conducta poco cooperativa en aras de un default. Una negociación transparente requiere la divulgación de todo conflicto potencial de incentivos que pueda hacer mella en el resultado de la reestructuración: y esto incluye la divulgación de las posiciones en CDS. La opacidad de los mercados de SCDS impide saber cuáles son los incentivos de las partes negociadoras en el proceso de reestructuración. Y los incentivos que no están alineados en este contexto podrían redundar en demoras ineficientes. Es innegable que la negociación de buena fe requiere transparencia.

Los mercados de SCDS han experimentado un crecimiento exponencial a lo largo de las últimas décadas. La redacción e interpretación de los contratos corren por cuenta de la Asociación Internacional de Permutas y Derivados (ISDA, por sus siglas en inglés). Es un caso muy peculiar, dado que, evidentemente, quienes tienen la última palabra en la interpretación de un determinado contrato pueden hacerlo aun en casos que involucren sus intereses y/o los de sus empresas. Pese a que implican múltiples incentivos potencialmente hostiles, con suficiente poder de fuego para malograr procesos de reestructuración, estos contratos reciben cierto trato preferencial en la regulación de los mercados –tanto de valores como de materias primas– y en el derecho de quiebras. ISDA ha conseguido exenciones y privilegios gracias a su influencia en los legisladores nacionales (véanse análisis detallados en

Partnoy 2002; Gelpern/Gulati 2012). Por último, el principio de transparencia también requiere la divulgación de los términos aplicables a todos los grupos de acreedores, tanto extranjeros como nacionales, en el marco de la reestructuración (Gelpern 2016).

Imparcialidad

El principio de imparcialidad delimita el conjunto de instituciones que podrían funcionar como sedes del mecanismo para reestructurar la deuda soberana. Las instituciones que tienen una visión sesgada de los actores pertinentes u otorgan préstamos no son aptas para funcionar como sedes de ese mecanismo. Los fallos del juez Griesa a favor de los fondos buitres en la causa *NML Capital Ltd. v. Republic of Argentina* infringen el principio de *trato equitativo a los acreedores*. En este caso, los acreedores de buena fe recibieron un pago con descuento de dos tercios (v. Cruces/Trebesch 2013), mientras que el fondo buitre NML Capital, que en sus adquisiciones declaradas había pagado en promedio 28 centavos por dólar (cuando el país se encontraba en plena crisis económica, pocos meses antes o después del default, o incluso una vez firmado el acuerdo de reestructuración con 76,15% de los acreedores), obtuvo un retorno de aproximadamente 1.270 por centavo (v. Guzmán 2016b).²⁰ Vale la pena señalar que el trato equitativo no implica necesariamente un trato idéntico. Lo más probable es que los diversos acreedores hayan adquirido instrumentos de deuda con características diferentes asociadas a distintos grados de riesgo. Es factible que existan razones de peso para tratar de distinta manera a diferentes acreedores: por ejemplo, sería justificable priorizar a los acreedores que otorgan préstamos en momentos de pagos atrasados, a fin de que el Estado moroso pueda continuar con el suministro de servicios públicos esenciales o instrumentar políticas macroeconómicas contracíclicas en el momento más necesario.

Inmunidad soberana

El principio de *inmunidad soberana* es crucial, ya que supe- dita la validez de todo contrato relacionado con la deuda soberana al principio del derecho internacional según el

19. Es frecuente el error de evaluar la buena fe sobre la base de una comparación entre la reducción que pretende el deudor en dificultades y las que se acordaron en otras experiencias de reestructuración. Este criterio es falaz si la situación del país difiere de la que atravesaba el país elegido como muestra para la comparación, o si la selección de experiencias elegidas como parámetro incluye una fracción considerable de reestructuraciones que no llegaron a restaurar la sostenibilidad de la deuda. La aplicación de este criterio puede crear una inercia involuntaria. El criterio correcto para evaluar la buena fe es la comparación entre el nivel de alivio que aspira a obtener el país en dificultades y el nivel de alivio que restauraría la sostenibilidad con alta probabilidad.

20. NML Capital compró algunos de los bonos a precios tan irrisorios como 10% del valor nominal. Por ejemplo, el precio de la serie “Bonos Externos Globales de la República Argentina en Dólares Estadounidenses 11,375% 1997–2017 BGL5” en los mercados secundarios el 5 de diciembre de 2008, cuando NML hizo su adquisición, era de 10 centavos por dólar; de 11 centavos por dólar para adquisiciones de la misma serie realizadas el 2 de enero de 2009; de 10,5 centavos por dólar para adquisiciones de la serie “Bonos Externos Globales de la República Argentina en Dólares Estadounidenses 12,25% 2001–2018 GJ18K” el 10 de diciembre de 2008; 17,5 centavos por dólar para adquisiciones de la misma serie el 5 y el 11 de noviembre del mismo año. V. una descripción detallada de este caso en Guzmán (2016b).



cual ningún país puede renunciar a su inmunidad soberana, así como ninguna persona puede venderse en esclavitud. Este principio también acota las obligaciones que un gobierno democrático puede imponer a sus sucesores. Aunque no excluye la posibilidad de emitir deuda en otras jurisdicciones, el principio de inmunidad soberana restringe el alcance de la legislación extranjera y reafirma la idea de que la injerencia extranjera en la reestructuración de la deuda soberana no puede traspasar determinado límite.

Legitimidad

En lo que concierne a la reestructuración de la deuda soberana, la *legitimidad* comprende diversos aspectos: de más está decir que supone transparencia y que requiere la imparcialidad de las partes mediadoras/arbitrales. De hecho, una reestructuración que infrinja cualquiera de los otros principios puede considerarse ilegítima sin mayores discusiones. Pero hay elementos adicionales: una reestructuración de la deuda soberana impuesta por la fuerza de las armas carecería de legitimidad, pero lo mismo podría decirse de las medidas impuestas bajo amenaza de sanciones económicas, como el fallo de Griesa que prohibió el acceso de Argentina a los mercados internacionales de crédito. Desde este punto de vista, entonces, todo lo actuado en la reestructuración de la deuda argentina durante el año 2016 carece de legitimidad. También carecería de legitimidad toda reestructuración que obligara a un país a violar su propia Constitución o la Declaración Universal de los Derechos Humanos de la ONU.²¹

Sostenibilidad

La restauración de la *sostenibilidad* es el objetivo primordial que debe perseguir una reestructuración de la deuda soberana. La enunciación de este principio reconoce como interesados relevantes en el proceso de reestructuración no solo a los acreedores formales, sino también a los informales (aquellos con los que el Estado soberano tiene obligaciones cuya validez no requiere la firma de un contrato formal; por ejemplo, los jubilados y los trabajadores). La restauración de la sostenibilidad no solo debe contemplar equitativamente los derechos de los acreedores formales y extranjeros, sino también los de esos otros reclamantes, cuyo ejercicio pleno requiere la promoción de un desarrollo sostenido e inclusivo. Los enfoques convencionales –como el del FMI– suelen pasar por alto esta

21. La Guía de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI) recomienda que el régimen de insolvencia exija “la revelación de todo conflicto de intereses, falta de independencia o circunstancias que puedan dar lugar a un conflicto de intereses o una falta de independencia” y también que esta obligación sea “exigible durante todo el procedimiento de insolvencia” (recomendaciones 116 y 117).

perspectiva amplia para enfocarse casi exclusivamente en los reclamos financieros formales.²²

Reestructuración por mayoría

El último principio establece la *reestructuración por mayoría* como reaseguro contra las estrategias de la posición disidente, a la manera en que suelen triunfar los fondos buitres. A lo largo de los últimos dos años se ha avanzado en la elaboración y la adopción de un lenguaje contractual que fortalezca los instrumentos de la deuda (v. ICMA 2014; Gelper/Heller/Setser 2016; Gelper 2016). Aunque el recurso de la mayoría no basta por sí solo para rectificar las múltiples deficiencias que observamos en las reestructuraciones de la deuda soberana –y pese a las ambigüedades que hemos señalado en relación con el agrupamiento entre distintas clases de acreedores–, no cabe duda de que este principio es un complemento necesario de los restantes.

Ya hay un país –Argentina– que ha adoptado los principios. La cámara baja del Parlamento boliviano también los aprobó. Unos meses después de adoptar los principios, Argentina firmó un acuerdo con los buitres y otros bonistas disidentes, cuyo cumplimiento viola el principio del trato equitativo a los acreedores. Si el país no hubiera llegado a un acuerdo, se habría visto impedido de acceder a los mercados internacionales de crédito. Dada su aspiración de regresar al mercado internacional de capitales, aparejada al fallo emitido por un juzgado de distrito con sede en el sur de Nueva York, el gobierno argentino no tuvo otra alternativa que ignorar uno o más Principios de la ONU. En vista del actual panorama financiero –con gran parte de la deuda soberana emitida en jurisdicciones extranjeras cuya legislación no reconoce los Principios de la ONU y cuyos jueces no necesariamente los respetan–, es probable que las próximas reestructuraciones de la deuda soberana vulneren uno o más de esos principios. Los gobiernos deberán tenerlo en cuenta cada vez que tomen préstamos en esas jurisdicciones.²³

Los principios de la ONU aportan un impulso importante al establecimiento gradual de normas positivas. Incluso en países que no los han incorporado a su legislación, es posible que los jueces locales se guíen por ellos al interpretar y aplicar las leyes en litigios relacionados con la deuda soberana. Esta

22. V. un análisis más extenso en Bohoslavsky/Goldmann (2016). Cabe señalar que el Código de Quiebras de EEUU considera muchas de estas distinciones en el capítulo 9, con referencia a la quiebra de funcionarios públicos. V., por ejemplo, Stiglitz (2010).

23. Sin embargo, es probable que este tipo de préstamos continúen por cuestiones de economía política, si los países acceden al crédito en esos mercados en términos más favorables que los obtenidos en otras partes: solo la miopía de prestamistas y políticos interesados permite que se prefieran esos beneficios a corto plazo sin tener en cuenta los costos a largo plazo. V. Guzman/Stiglitz (2016a).



legislación también es deseable porque los principios generales de la ley son fuentes del derecho internacional. Es necesario que los Estados cumplan con ellos como una cuestión de derecho internacional; o al menos así deberían hacerlo (Goldmann 2016). Aún nos falta recorrer un largo trecho en el establecimiento de normas, e incluso es posible impulsar reformas basadas en los principios de la ONU a fin de que los países puedan usarlos como una herramienta eficaz. En la próxima sección exploramos un camino posible para seguir avanzando.

3. El camino a seguir

Las propuestas para la reestructuración de la deuda soberana deben evaluarse en función de su capacidad para asegurar la recuperación de la sostenibilidad de la deuda y el respeto por los Principios de la ONU. Desde nuestro punto de vista, el enfoque contractual no sirve para satisfacer plenamente estos requisitos.²⁴ El enfoque legal sería una herramienta apta, pero no parece políticamente viable en la coyuntura actual. Esta es una pésima noticia, en especial si se tiene en cuenta que la situación económica global implica para varios países un riesgo a corto plazo de caer en la deuda insostenible.²⁵ Lo más razonable en estas circunstancias es determinar cuáles son las opciones posibles para avanzar hacia una pronta mejora.

Nuestra propuesta para la acción inmediata es seguir construyendo ladrillo a ladrillo el edificio del «derecho blando» [*soft law*]: una estrategia de acumulación gradual, basada en los Principios de la ONU y combinable con los avances en materia contractual. El derecho blando encierra el potencial de crear un entorno más sano para deudores y acreedores. No se apuntala en la fuerza de la ley sino en las normas sociales y en la aceptación del mercado para inducir el acatamiento. Esta estrategia de acumulación inspiró la Hoja de Ruta y la Guía de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (CNUCED) de 2015, seguidas por la AGNU en la resolución que adoptó los Principios de la ONU. Muchos académicos la apoyan (v. la sección de bibliografía), así como la CNUCED, que, sin dejar de promover la idea del marco jurídico internacional como única solución eficaz y justa, respalda plenamente la estrategia de edificar un régimen jurídico

24. En el enfoque contractual queda margen para que un juez no muy versado en los principios del derecho internacional ni en los criterios económicos que rigen la reestructuración de una deuda soberana interprete incorrectamente los principales términos establecidos en el contrato de la deuda... tal como lo dejó en claro el juez Griesa de innumerables maneras. Aunque no hay modo de evitar sentencias similares en el marco del régimen legal o reglamentario, el hecho de que los jueces a cargo de estos casos estén más familiarizados con temas ligados a los procesos de reestructuración al menos reduciría la probabilidad de que se dicten tales sentencias. La estrategia del derecho blando descrita más abajo, en efecto, provee salvaguardias.

25. Ver Reinhart (2016).

blando y la contempla como el enfoque más sostenible en las actuales circunstancias (v. Blankenburg/Kozul-Wright 2016).

Un instrumento del derecho blando que codificara los Principios de la ONU para fines prácticos sería una buena brújula para los legisladores nacionales. La codificación de los Principios también enriquecería la mirada de los jueces con el cuadro completo de una reestructuración y podría mitigar el sesgo que suele inclinarlos hacia las interpretaciones cerradas de los contratos crediticios. La institución sede del código blando podría confeccionar un registro de bonistas disidentes recalcitrantes y sus empresas matrices. Ese registro serviría para orientar a los jueces nacionales e internacionales a la hora de determinar si los tenedores de bonos infringieron el principio de la buena fe. La institución también podría poner a disposición del público una base completa y navegable de información sobre reestructuraciones anteriores, incluidos los términos financieros y legales, la manera de tratar los reclamos públicos, privados, nacionales y extranjeros, así como toda presuposición subyacente que hubiera incidido en el plan de reestructuración.

La institución podría crear un marco teórico para el análisis de la sostenibilidad de la deuda (ASD), con principios generales para evaluar la sostenibilidad de la deuda pública (en conformidad con el principio de sostenibilidad enunciado por la AGNU). De esta manera, los actores involucrados tendrían un aliciente para cooperar en la búsqueda de una reducción que se condiga con sus evaluaciones de la sostenibilidad y con los demás principios de la ONU. En un proceso de reestructuración iniciado por el soberano, la institución competente realizaría un ASD preliminar y comunicaría sus resultados al gobierno en espera de una respuesta. La institución exigiría al gobierno que divulgara la información necesaria para el ASD y respondiera a sus resultados. A continuación, el ASD preliminar y la respuesta del gobierno se pondrían a disposición del público general, los acreedores y otras instituciones internacionales, a fin de que todos tuvieran la oportunidad de comentarios. Tras un lapso razonable, la institución publicaría un ASD final, tomando en cuenta la respuesta del gobierno y el comentario público. El ASD final ofrecería razones para justificar la determinación de reestructurar la deuda e indicaría posibles desacuerdos con el gobierno, las instituciones internacionales o los comités de acreedores.

Las consideraciones de la institución no serían vinculantes, pero ofrecerían a los actores involucrados (en especial, a los jueces de la jurisdicción donde se emitió la deuda) una orientación legítima sobre las prácticas razonables en los procesos de reestructuración. Creemos que estas reformas pueden mitigar las deficiencias que conducen a los resultados ineficaces e inequitativos de las actuales reestructuraciones.



Apéndice: Los Principios de la ONU²⁶

1. Un Estado soberano tiene derecho, en el ejercicio de su facultad discrecional, a elaborar sus políticas macroeconómicas, incluida la reestructuración de su deuda soberana, derecho que no debe verse frustrado ni obstaculizado por medidas abusivas. La reestructuración debe hacerse como último recurso y preservando desde el inicio los derechos de los acreedores.
2. El principio de que el deudor soberano y todos sus acreedores deben actuar de buena fe implica su participación en negociaciones constructivas de reestructuración de la deuda soberana y en otras etapas del proceso con el propósito de restablecer la sostenibilidad de la deuda y el servicio de la deuda de manera rápida y duradera y de obtener el apoyo de una masa crítica de acreedores mediante un diálogo constructivo acerca de las condiciones de la reestructuración.
3. El principio de la transparencia debe promoverse para aumentar la rendición de cuentas de los interesados, lo que puede lograrse compartiendo oportunamente tanto datos como procesos relacionados con la renegociación de la deuda soberana.
4. El principio de la imparcialidad exige que todas las instituciones y agentes involucrados en las reestructuraciones de la deuda soberana, incluso a nivel regional, de conformidad con sus mandatos respectivos, sean independientes y se abstengan de ejercer toda influencia indebida en el proceso y en otros interesados o de realizar actos que generen conflictos de interés o corrupción o ambos.
5. El principio del trato equitativo impone a los Estados la obligación de abstenerse de discriminar arbitrariamente a los acreedores, a menos que la diferencia de trato esté justificada conforme a derecho, sea razonable y se corresponda con las características del crédito, garantice la igualdad entre los acreedores y sea examinada por todos los acreedores. Los acreedores tienen derecho a recibir el mismo trato en proporción con su crédito y con las características de este. Ningún acreedor o grupo de acreedores debe ser excluido *a priori* del proceso de reestructuración de la deuda soberana.
6. El principio de la inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución en materia de reestructuración de la deuda soberana es un derecho de los Estados ante los tribunales internos extranjeros y las excepciones deberán interpretarse de manera restrictiva.
7. El principio de la legitimidad implica que al establecer instituciones y realizar operaciones relacionadas con la reestructuración de la deuda soberana se deben respetar, en todos los niveles, los requisitos de inclusión y el Estado de derecho. Los términos y condiciones de los contratos originales seguirán siendo válidos hasta que sean modificados mediante un acuerdo de reestructuración.
8. El principio de la sostenibilidad significa que las reestructuraciones de la deuda soberana deben realizarse de manera oportuna y eficiente y crear una situación de endeudamiento estable en el Estado deudor, preservando desde el inicio los derechos de los acreedores y a la vez promoviendo el crecimiento económico sostenido e inclusivo y el desarrollo sostenible, minimizando los costos económicos y sociales, garantizando la estabilidad del sistema financiero internacional y respetando los derechos humanos.
9. La reestructuración por mayoría implica que los acuerdos de reestructuración de la deuda soberana que sean aprobados por una mayoría cualificada de los acreedores de un Estado no se verán afectados, perjudicados u obstaculizados de otro modo por otros Estados o por una minoría no representativa de acreedores, que deben respetar las decisiones adoptadas por la mayoría de los acreedores. Debe alentarse a los Estados a que incluyan cláusulas de acción colectiva en sus emisiones de deuda soberana.

26. Cf. Chairperson Summary, United Nations Ad hoc Committee on Sovereign Debt Restructuring Processes, tercera sesión de trabajo, 24/7/2015; disponible en <http://unctad.org/meetings/en/SessionalDocuments/gds_sd_2015-07-27-28_report_en.pdf>, fecha de consulta: 22/9/2016.



Bibliografía

Notas sobre los materiales bibliográficos

La reciente intensificación del debate sobre las reformas en materia de reestructuración de las deudas soberanas genera abundantes artículos de investigación. Los diferentes capítulos de Guzmán/Ocampo/Stiglitz (2016) ofrecen un panorama general de los problemas fundamentales, una descripción de las reformas aplicadas al enfoque contractual en tiempos recientes y un amplio abanico de diversas propuestas en lo tocante a la constitución de un enfoque reglamentario o legal, así como análisis y debates sobre la instrumentación del enfoque acumulativo. Brooks et al. (2015) y Stiglitz et al. (2015) ofrecen análisis adicionales. *Yale Journal of International Law* 41 Nº 2, 2016, incluye artículos sobre diferentes aspectos cruciales del enfoque acumulativo. En los ensayos de ese número se examinan en mayor profundidad los significados y el alcance de cada principio de la ONU. *Journal of Globalization and Development* 6, Nº 2, diciembre de 2015, contiene una serie de ensayos sobre los problemas actuales que afectan a la reestructuración de las deudas soberanas. Esta serie incluye artículos que permiten conocer mejor las características de las negociaciones descentralizadas en un proceso de reestructuración, el funcionamiento del marco que aplica el FMI para analizar la sostenibilidad de la deuda, los enfoques basados en la administración del riesgo para evaluar la sostenibilidad de la deuda, el papel que desempeñan los acuerdos internacionales de inversión en la reestructuración de las deudas soberanas, el proceso que condujo a la adopción de los Principios de la ONU, así como los distintos enfoques institucionales para avanzar hacia la creación de un régimen legal. Stiglitz (2010) ofrece un análisis de cuestiones teóricas sobre la manera de resolver las crisis de deuda. (V. tb. otros capítulos de Herman/Ocampo/Spiegel (eds.) (2010). Varios capítulos de Stiglitz/Heymann (eds.) (2014) también abordan cuestiones teóricas y prácticas de importancia clave en la resolución de las crisis de deuda.

Referencias

- Auerbach, Alan / Gorodnichenko, Yuriy** (2012a): «Fiscal Multipliers in Recession and Expansion» en: *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, eds. Alberto Alesina y Francesco Giavazzi, University of Chicago Press, Chicago.
- Auerbach, Alan / Gorodnichenko, Yuriy** (2012b): «Measuring the Output Responses to Fiscal Policy», *American Economic Journal: Economic Policy* 4 (2): 1–27.
- Blackman, Jonathan I. / Mukhi, Rahul** (2010): «The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation: Vultures, Alter Egos, and Other Legal Fauna», *Law & Contemp. Probs.* 73: 47.
- Blanchard, Olivier / Leigh, Daniel** (2013): «Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers», documento de trabajo del FMI, Departamento de Investigación, WP/13/1.
- Blankenburg, Stephanie / Kozul-Wright, Richard** (2016): «Sovereign Debt Restructurings in the Contemporary Global Economy: The UNCTAD Approach», *Yale Journal of International Law*, en prensa.
- Bohoslavsky, Juan Pablo / Goldmann, Matthias** (2016): «An Incremental Approach to Sovereign Debt Restructuring: Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law», *Yale Journal of International Law*, en prensa.
- Brooks, Skylar / Guzmán, Martín / Lombardi, Domenico / Stiglitz, Joseph E.** (2015): «Identifying and Resolving Inter-Creditor and Debtor-Creditor Equity Issues in Sovereign Debt Restructuring», CIGI Policy Brief 53 (enero).
- Cruces, Juan José / Samples, Tim** (2016): «Settling Sovereign Debt's 'Trial of the Century'», *Emory International Law Review*, en prensa.
- Cruces, Juan J. / Trebesch, Christoph** (2013): «Sovereign Defaults: The Price of Haircuts», *American Economic Journal: Macroeconomics* 5 (3): 85–117.
- Fondo Monetario Internacional** (2016): *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring* (octubre).
- Gelpern, Anna** (2016): «Sovereign Debt. Now What?», *Yale Journal of International Law*, en prensa.
- Gelpern, Anna / Gulati, Mitu** (2012): «CDS Zombies», *European Business Organization Law Review* 13.03: 347–390.
- Gelpern, Anna / Heller, Ben / Setser, Brad** (2016): «Count the Limbs: Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Bonds» en: *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, eds. M. Guzmán, J.A. Ocampo y J. Stiglitz, cap. 6, Columbia University Press, Nueva York.
- Goldmann, Matthias** (2016): «Putting your Faith in Good Faith: A Principled Strategy for Smoother Sovereign Debt Workouts», *Yale Journal of International Law*, en prensa.



- Greenwald, Bruce C. / Stiglitz, Joseph E.** (1986): «Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets», *The Quarterly Journal of Economics* 101 (2): 229–264.
- Guzmán, Martín (2016a)**: «Reestructuración de deuda soberana en una arquitectura financiera-legal con huecos», *Revista Jurídica*, Universidad de Puerto Rico.
- Guzmán, Martín** (2016b): «An Analysis of Argentina's 2001 Default Resolution», documento, *Centre for International Governance Innovation*, en prensa.
- Guzmán, Martín / Heymann, Daniel** (2016): «The IMF Debt Sustainability Analysis: Issues and Problems», *Journal of Globalization and Development* 6 (2): 387–404.
- Guzmán, Martín / Stiglitz, Joseph E.** (2016a): «Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works» en: *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, eds. M. Guzmán, J.A. Ocampo y J. Stiglitz, cap. 1, Columbia University Press, Nueva York.
- Guzmán, Martín / Stiglitz, Joseph E.** (2016b): «How Hedge Funds Held Argentina for Ransom», *The New York Times*, 1/4/2016.
- Guzmán, Martín / Ocampo, José Antonio / Stiglitz, Joseph E.** (eds.) (2016): *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, Columbia University Press, Nueva York.
- Herman, B. / Ocampo, J. A. / Spiegel, S.** (eds.) (2010): *Overcoming Developing Country Debt Crises*, Oxford University Press, Oxford.
- ICMA** (2014): «Standard Collective Action and Pari Passu Clauses for the Terms and Conditions of Sovereign Notes».
- Kolb, Robert** (2006): «Principles as Sources of International Law (With Special Reference to Good Faith)», *Netherlands International Law Review* 53 (1): 1–36.
- Miller, Marcus / Stiglitz, J. E.** (1999): «Bankruptcy Protection against Macroeconomic Shocks: The Case for a 'Super chapter 11'», Conferencia del Banco Mundial sobre Flujos de Capital, Crisis Financieras y Políticas (15 de abril).
- Miller, Marcus / Stiglitz, J. E.** (2010): «Leverage and Asset Bubbles: Averting Armageddon with Chapter 11?», *Economic Journal* 120 (544) (mayo): 500–518.
- Oficina de Evaluación Independiente del FMI** (2016): «The IMF and the Crisis in Greece, Ireland, and Portugal: an Evaluation by the Independent Evaluation Office».
- Orszag, Peter / Stiglitz, Joseph E.** (2002): «Optimal Fire Departments: Evaluating Public Policy in the Face of Externalities», *The Brookings Institution* (4 de enero).
- Partnoy, Frank** (2002): «ISDA, NASD, CFMA, and SDNY: The Four Horsemen of Derivatives Regulation?», *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* 1: 213–252.
- Reinhart, Carmen** (2015): «A Year of Sovereign Defaults?», Project Syndicate (31 de diciembre).
- Schumacher, Julian / Trebesch, Christoph / Enderlein, Henrik** (2014): «Sovereign defaults in court», disponible en SSRN 2189997.
- Stiglitz, Joseph E.** (2010): «Sovereign Debt: Notes on Theoretical Frameworks and Policy Analyses», in: *Overcoming Developing Country Debt Crises*, eds. B. Herman, J.A. Ocampo y S. Spiegel, Oxford University Press, Oxford, pp. 35–69.
- Stiglitz, Joseph E. et al.** (2010): *The Stiglitz Report: Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis*, with Members of the Commission of Experts on Reforms of the International Monetary and Financial System Appointed by the President of the United Nations General Assembly, The New Press, Nueva York.
- Stiglitz, Joseph E. / Heymann, Daniel** (eds.) (2014): *Life after Debt: The Origins and Resolutions of Debt Crisis*, Palgrave Macmillan, Houndmills.
- Stiglitz, Joseph E. / Guzmán, Martín / Lombardi, Domenico / Ocampo, José Antonio / Svejnar, Jan** (2015): «Frameworks for Sovereign Debt Restructuring.», Columbia IPD-CIGI-CGEG Policy Brief (26 de enero).
- Varoufakis, Yanis** (2016): «Greek Debt Denial.» en: *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, eds. M. Guzmán, J.A. Ocampo y J. Stiglitz, cap. 5, Columbia University Press, Nueva York.



Sobre los autores

Martín Guzmán es investigador asociado de la Escuela Empresarial de la Universidad de Columbia, profesor asociado de la Universidad de Buenos Aires y catedrático emérito en el Centro para la Innovación de la Gobernanza Internacional.

Joseph Stiglitz es profesor universitario de Economía en la Universidad de Columbia, Premio Nobel de Economía de 2001 y copresidente de la Iniciativa para el Diálogo sobre Políticas Públicas en la Universidad de Columbia.

Traducción: Lilia Mosconi

Friedrich-Ebert-Stiftung | Global Policy and Development
Hiroshimastr. 28 | 10785 Berlín | Alemania

Friedrich-Ebert-Stiftung | New York Office
747 Third Avenue, 22B | New York, NY 10017 | USA

Responsable:
Bettina Luise Rürup, Directora Ejecutiva, FES New York

Teléfono: +1-212-687-0208 | Fax: +1-212-687-0261
www.fes-globalization.org/new_york/index.htm

Para pedir publicaciones: fes.associate@fesny.org

El uso comercial de todos los materiales editados y publicados por la Fundación Friedrich Ebert (FES) está prohibido sin previa autorización escrita de la FES.

La oficina de la Fundación Friedrich Ebert en Nueva York sirve de eslabón entre las Naciones Unidas, las sedes regionales de la FES y sus socios en los países en desarrollo, con el propósito de fortalecer la voz del Sur global. Interviene en los debates de la ONU sobre cuestiones relacionadas con el desarrollo económico y social, la paz y la seguridad. Con estos objetivos en la mira, FES Nueva York organiza anualmente alrededor de 30 seminarios, conferencias y mesas redondas, además de publicar con regularidad artículos informativos y fichas técnicas. También interviene en un diálogo sobre el trabajo del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional en Washington DC.

La oficina de Nueva York funciona en una ubicación muy cercana a la sede central de las Naciones Unidas. Cuenta con un personal de cuatro miembros permanentes y ofrece pasantías a estudiantes de carreras especializadas en asuntos internacionales, desarrollo y política económica.

Las opiniones expresadas en esta publicación no representan necesariamente los puntos de vista de la Fundación Friedrich Ebert.


Committed to excellence

