



De la deuda soberana a la deuda corporativa: gobernanza global de la deuda en el Derecho Internacional Económico

From Sovereign Debt to Corporate Debt: Global Debt Governance in International Economic Law

Ligia Catherine Arias-Barrera*
Financial Services Consulting (Reino Unido)

Resumen:

Este trabajo propone una teoría integrada de la gobernanza global de la deuda que articula, en un mismo marco analítico, la deuda soberana, la deuda corporativa y la deuda de los hogares. Partiendo de la crítica a la narrativa smithiana sobre el origen espontáneo de los mercados, se muestra que la deuda es una institución política-jurídica construida a través de una arquitectura estratificada de normas contractuales, *soft law*, condicionalidad financiera, jurisprudencia y redes profesionales transnacionales. Argumentamos que esta arquitectura configura un régimen de “gobernanza sin gobierno” que desplaza decisiones distributivas fundamentales hacia foros técnicos y privados, generando déficits de legitimidad democrática, equidad y transparencia. La deuda soberana se caracteriza como *laboratorio de contractualización*, cuya lógica se proyecta sobre la deuda corporativa y, finalmente, sobre los hogares, contribuyendo a la construcción del *homo debitor* como sujeto central del orden financiero contemporáneo. A partir de esta lectura integrada, el artículo discute las limitaciones de las respuestas contractuales incrementales y explora la necesidad de marcos cuasi-concursales transnacionales y principios de endeudamiento responsable que permitan reequilibrar el régimen global de la deuda en términos de sostenibilidad, justicia distributiva y control democrático.

Abstract:

This article advances an integrated theory of global debt governance that brings together sovereign debt, corporate debt and household debt within a single analytical framework. Building on the critique of the Smithian narrative about the spontaneous emergence of markets, it argues that debt is a political-legal institution constructed through a stratified architecture of contractual norms, soft law instruments, financial conditionality, case law and transnational professional networks. The paper shows how this architecture constitutes a form

* Profesora de Derecho Financiero- Departamento Derecho Comercial (UEC). Ph.D. en Derecho Financiero de University of Warwick (Reino Unido), como becaria del Banco de la República. Máster en Derecho Comercial y Corporativo de Queen Mary University of London (Reino Unido). Autora del libro ‘Regulation and Supervision of the OTC Derivatives Market’ publicado por la editorial Routledge en 2018, reconocido por BookAuthority como uno de los mejores libros de derecho bancario de todos los tiempos. Actualmente se desempeña como Chief Executive Officer (CEO) en la firma Financial Services Consulting (Reino Unido) y forma parte del equipo de trabajo sobre Financiación Sostenible de la Cámara de Comercio Internacional (ICC). Durante 2023 fue designada como Experta Independiente en Regulación Financiera en la Comisión de la Unión Europea e Investigadora Senior de la Cámara de los Comunes en el Parlamento Británico.

of “governance without government” that relocates key distributive decisions to technical and private fora, thereby generating structural deficits of democratic legitimacy, equity and transparency. Sovereign debt is examined as a laboratory of contractualisation whose logic is gradually extended to corporate debt and, ultimately, to households, contributing to the production of the *homo debitor* as the central subject of the contemporary financial order. Based on this integrated reading, the article highlights the limits of incremental, contract-based reforms and explores the need for transnational quasi-insolvency frameworks and responsible lending and borrowing principles capable of rebalancing the global debt regime in terms of sustainability, distributive justice and democratic control.

Palabras clave:

Deuda soberana – deuda corporativa – gobernanza global – *soft law* – *homo debitor* – Derecho Internacional Económico.

Keywords:

Sovereign debt – corporate debt – global governance – *soft law* – *homo debitor* – International Economic Law.

Introducción

Una reflexión juiciosa sobre la gobernanza global de la deuda nos exige empezar por abandonar uno de los mitos fundacionales de la economía. Aquella idea de que los mercados, la propiedad y el dinero surgirían de manera espontánea a partir de una supuesta “propensión natural” al trueque y al intercambio en sociedades originalmente organizadas sobre la base del trueque como práctica común (Graeber, 2011). Como ha mostrado la crítica antropológica, no contamos con evidencia histórica de economías organizadas sobre el trueque generalizado. En cambio, allí donde encontramos dinero y crédito aparecen siempre autoridades políticas, jerarquías y marcos normativos que establecen qué deudas son exigibles, en qué moneda y con qué consecuencias en caso de incumplimiento (Humphrey, 2011). Esta deconstrucción de la narrativa smithiana permite entender la deuda, tanto soberana como corporativa, no como un instrumento técnico neutro, sino como una institución política-jurídica que materializa y perpetúa relaciones de poder y decisiones, no siempre equilibradas, sobre cómo se distribuyen riesgos y cargas a escala global (Gelpert, 2016; Pistor, 2019).

El contexto actual refuerza la urgencia de este análisis. En 2024, gobiernos y empresas tomaron prestados 25 billones de dólares en los mercados de deuda, cifra que representa 10 billones más que en el período anterior a la pandemia de COVID-19 y el triple que en 2007 (OCDE, 2025). La deuda pública de los países en desarrollo alcanzó niveles históricos de 31 billones de dólares (UNCTAD, 2024), mientras que aproximadamente una de cada tres economías en desarrollo enfrenta problemas críticos de sobreendeudamiento o se encuentra en alto riesgo de padecerlos (Banco Mundial, 2024). Los costos de servicio de esta deuda han

aumentado incesablemente. Observamos cómo desde 2020, las economías en desarrollo han tenido que endeudarse a tasas entre dos y cuatro veces superiores a las de Estados Unidos, y en 2023 pagaron 487.000 millones de dólares a acreedores externos, destinando en muchos casos más del 6,5% de sus ingresos de exportación exclusivamente al pago de la deuda pública externa (UNCTAD, 2025). Esta “crisis silenciosa de la deuda” (Banco Mundial, 2024) no es un evento aislado ni tampoco un simple problema de gestión macroeconómica. En 2026 podemos afirmar que es el resultado estructural de una arquitectura jurídico-financiera global que este trabajo se propone desentrañar y cuestionar.

En este contexto, la gobernanza global de la deuda se configura como un entramado en el que normas contractuales estandarizadas (CACs, cláusulas *pari passu*, covenants financieros), instrumentos de derecho blando o *soft law* (documentos del FMI, modelos de la ICMA, principios y *roadmap* de UNCTAD) y prácticas jurisdiccionales de tribunales clave (en particular, Nueva York y Londres) hacen que firmas de abogados, bancos y organismos internacionales ocupen *de facto* el lugar del legislador en materia de endeudamiento y reestructuración (International Capital Market Association, 2014; UNCTAD, 2012). La frontera clásica y mayoritariamente aceptada entre deuda soberana y corporativa se ha venido diluyendo, especialmente cuando se observa que ambos tipos de deudor terminan operando bajo una misma arquitectura jurídico-financiera transnacional. Unos y otros suelen recurrir a los mismos centros financieros, comparten técnicas de regulación y resolución de crisis. Resultan sujetos a los efectos de implementar desde CACs agregadas hasta operaciones sofisticadas de *liability management*, y, además, enfrentan costos de refinanciación crecientes en un entorno donde casi el 45% de la

deuda soberana de los países de la OCDE vencerá en 2027, mientras que alrededor de un tercio de todos los bonos corporativos en circulación vencerán en los próximos tres años (Ellias & Lalafaryan, 2025; Goldmann, 2012; OCDE, 2025).

De ahí que la pregunta central del Derecho Internacional Económico ya no pueda formularse en términos de mera eficiencia contractual; dicha aproximación resulta insuficiente. Ahora, lo que está en juego es quién escribe las reglas de la deuda global, con qué legitimidad democrática lo hace, cómo se reparten los costos de los incumplimientos y en qué condiciones operan los mecanismos de disciplina financiera (Goldmann, 2012). En un escenario donde los pagos de intereses de los gobiernos de la OCDE alcanzaron el 3,3% del PIB en 2024, superando el gasto en defensa, y donde las economías en desarrollo con calificaciones crediticias débiles enfrentan tasas de interés nueve veces superiores a las de economías mejor calificadas (Banco Mundial, 2024; OCDE, 2025), es imperativo reaccionar. Es más que oportuno preguntarse qué mecanismos, como los principios de endeudamiento responsable y las propuestas de marcos cuasi-concursales transnacionales, pueden incorporar y fortalecer criterios de transparencia, equidad y sostenibilidad en un régimen hoy fuertemente sesgado a favor de acreedores institucionales y foros del norte global (Goldmann, 2012; UNCTAD, 2012, 2015).

La tesis central de este trabajo es que la deuda soberana y la deuda corporativa constituyen dos ámbitos funcionalmente interdependientes de una misma arquitectura jurídico-financiera global. Esta arquitectura ya no puede explicarse como el resultado “natural” de fuerzas de mercado espontáneas. Es, en realidad, la consecuencia de decisiones normativas estratificadas que se materializan en cinco capas superpuestas: (i) contratos de deuda regidos predominantemente por derecho del estado de Nueva York y de Inglaterra; (ii) marcos y condicionalidades elaborados por instituciones financieras internacionales; (iii) instrumentos de *soft law* y estándares privados producidos por actores como el FMI, ICMA y UNCTAD; (iv) decisiones de tribunales nacionales con jurisdicción sobre bonos y préstamos que funcionan como árbitros de última instancia; y (v) redes profesionales transnacionales de firmas de abogados, bancos de inversión y asesores que actúan como “codificadores del capital” (Pistor, 2019; Gelpert, 2016; Goldmann, 2018).

Argumentamos cómo esta arquitectura estratificada genera tres déficits estructurales que atraviesan tanto el ámbito soberano como el corporativo y que se proyectan, finalmente, hacia los hogares. Primero, identificamos un claro déficit de legitimidad democrática. Las decisiones que

afectan profundamente a poblaciones nacionales - ajustes fiscales, cierres de empresas o recortes de gasto social - se toman en foros privados o tribunales extranjeros, con participación limitada de autoridades democráticas y escasa rendición de cuentas (Bassett, 2017). En segundo lugar, abordamos un déficit distributivo. La arquitectura contractual y jurisdiccional ha venido privilegiando, cada vez con más profundidad, a acreedores institucionales sofisticados. Esta tendencia deja en posición subordinada y vulnerable a acreedores locales, trabajadores y usuarios de servicios públicos, quienes soportan los costos de las reestructuraciones mediante impuestos, desempleo o pérdida de prestaciones (Guzmán & Heymann, 2015). Finalmente, denunciamos un déficit de transparencia. Los mecanismos de control parlamentario o legislativo y judicial son fácilmente eludibles mediante ingeniería financiera y estructuras *offshore*, como revelan episodios de endeudamiento opaco en diversos países (UNCTAD, 2012; Gelpert, 2014).

Nuestro argumento se desarrolla en tres movimientos analíticos. La sección 2 examina la deuda soberana como “laboratorio de contractualización”. En ese espacio se ensayan, prueban y refinan técnicas de gestión de crisis i.e., CACs agregadas, reinterpretación de *pari passu*, principios de endeudamiento responsable, que luego se proyectan sobre la deuda corporativa y otros segmentos del mercado financiero. Esta sección muestra cómo el Estado soberano, lejos de constituir una excepción, se convierte en el caso paradigmático donde se prueba una lógica general de disciplina mediante el contrato que posteriormente se extiende al conjunto de la gobernanza financiera global (Gelpert, 2016; Goldmann, 2018). La sección 3 analiza la gobernanza de la deuda corporativa como pieza central del *entangled debt world*, explorando cómo los problemas de agencia, las innovaciones contractuales (*covenant-lite loans*, operaciones de *liability management*) y el diseño de arquitecturas de prioridad tensionan los regímenes concursales domésticos y desplazan el poder decisorio hacia foros contractuales y jurisdicciones estratégicamente elegidas (Ellias, 2020; Levitin, 2020). Finalmente, el trabajo integra el análisis de la deuda de los hogares para visibilizar cómo los tres niveles, soberano, corporativo y doméstico, conforman una cadena continua de transmisión de *shocks* y de distribución desigual de vulnerabilidades, produciendo lo que Lazzarato (2011) denomina el *homo debitor*: un sujeto cuya inserción en el orden social aparece crecientemente mediada por obligaciones de pago, historiales crediticios y dispositivos de evaluación permanente de su “responsabilidad” financiera.

Esta lectura integrada, como la que proponemos, permite superar el tratamiento fragmentado que

tradicionalmente se da a cada tipo de deuda y abre la puerta a respuestas normativas que no se limiten a parches técnicos en un nivel aislado. Si, como argumentamos, la misma constelación de actores, técnicas contractuales, foros jurisdiccionales y déficits de legitimidad opera tanto en la deuda soberana como en la corporativa y se proyecta hacia los hogares, entonces las alternativas institucionales deben abordar de forma coordinada las condiciones de producción y reproducción de la vulnerabilidad por deuda a lo largo de toda la cadena (Pistor, 2019; Seabrooke & Wigan, 2016). Pensar en conjunto la deuda soberana, corporativa y doméstica debe ser una exigencia normativa. Solo así lograremos construir mecanismos regulatorios que introduzcan criterios de transparencia, equidad distributiva y sostenibilidad en un régimen que hoy disciplina asimétricamente a Estados, empresas y familias, reforzando estructuras previas de desigualdad de ingreso, riqueza, género y territorio (UNCTAD, 2015; Banco Mundial, 2024).

En síntesis, este trabajo propone una teoría de la gobernanza global de la deuda que visibiliza la continuidad estructural entre los distintos niveles de endeudamiento, identifica los mecanismos jurídicos e institucionales que hacen posible esa continuidad y explora las alternativas normativas, desde el refuerzo del *soft law* hasta la construcción de marcos cuasi-concursales transnacionales, que podrían reequilibrar una arquitectura hoy fuertemente sesgada a favor de los acreedores institucionales del norte global y en detrimento de las poblaciones deudoras del sur.

1. Elementos de una teoría de gobernanza global de la deuda

La gobernanza global de la deuda puede entenderse como el entramado de instituciones, normas y prácticas que, en ausencia de un “gobierno mundial” de la insolvencia, estructura quién se endeuda, en qué condiciones y cómo se gestionan las crisis de pago a través de fronteras estatales (Pistor, 2013). Más que un régimen único y coherente, se trata de una arquitectura estratificada (Gelpern, 2016; Buchheit & Gulati, 2010) en la que se superponen contratos sometidos al derecho del estado de Nueva York e Inglaterra (Ellias & Lalafaryan, 2025), condicionalidades de las instituciones financieras internacionales, estándares de *soft law* producidos en foros técnicos (ICMA, 2014; UNCTAD, 2015), decisiones de tribunales nacionales con proyección extraterritorial y, en un nivel menos visible, las estrategias de redes profesionales de despachos, bancos de inversión y asesores que codifican jurídicamente los activos de deuda (Pistor, 2019; Ellias & Lalafaryan, 2025). En conjunto, estas capas coordinan expectativas y disciplinan conductas de deudores y acreedores en un contexto de pluralismo jurídico y fragmentación institucional,

dotando a los mercados de deuda de una gran densidad normativa al tiempo que hacen difusos los puntos en los que podría exigirse responsabilidad democrática por las decisiones que redistribuyen riesgos y cargas a escala global (Pistor, 2013; Buchheit & Gulati, 2010; UNCTAD, 2015).

En primer lugar, concebir la gobernanza global de la deuda como “conjunto de arreglos institucionales, contractuales y normativos” implica asumir, con la Teoría Jurídica de las Finanzas - *Legal Theory of Finance*- (Sarpong & Deodutt, 2019), que las finanzas no flotan por encima del derecho, sino que los activos financieros, incluidas las deudas soberanas y corporativas, son construcciones jurídicas cuya validez, exigibilidad y jerarquía dependen de decisiones normativas expresas (Pistor, 2013; Pistor, 2019). Esta construcción se realiza en un entorno de pluralismo jurídico y fragmentación institucional. En la medida en que no existe un código global de la deuda, sino un conjunto de normas estatales, tratados, contratos estandarizados, lineamientos de organismos internacionales y prácticas de mercado que, sin integrarse en un régimen unitario, coordinan de facto las expectativas de pago y los procedimientos de reestructuración (Gelpern, 2016; Goldmann, 2018; UNCTAD, 2015). La gobernanza de la deuda es, por tanto, una forma de “gobernanza sin gobierno”, en la que la disciplina de los deudores y la protección de los acreedores se logran mediante combinaciones variables de derecho privado transnacional, condicionalidad financiera y principios no vinculantes (Pistor, 2013; UNCTAD, 2015; Goldmann, 2018).

Dentro de esa estructura, la capa más visible la constituyen los contratos de deuda regidos predominantemente por derecho del estado de Nueva York o Inglaterra, que funcionan como ordenamientos de referencia para emisiones soberanas y corporativas en los mercados internacionales (Wood, 2020; Weidemaier, 2014; ICMA, 2014). La elección de estas leyes aplicables no es neutra: concentra la capacidad de definir derechos y remedios en dos jurisdicciones del norte global, cuyos tribunales y comunidades jurídicas establecen interpretaciones sobre cláusulas clave (*pari passu*, CACs, *covenants* financieros) que luego se irradian al resto del sistema (Gulati & Gelpern, 2009; Zandstra, 2020; New York City Bar, 2015). Esta primacía se refuerza por el hecho de que una parte sustancial de la deuda transfronteriza se intermedia a través de bancos, fondos y cámaras de compensación situados en esos centros, de modo que la “lex mercatoria” de la deuda se escribe, sobre todo, en los mercados de Londres y Nueva York (Ellias & Lalafaryan, 2025; Wood, 2020).

Una segunda capa está constituida por los marcos y condicionalidades elaborados por instituciones financieras internacionales, principalmente el

FMI y los bancos multilaterales de desarrollo, que utilizan el crédito oficial como palanca para imponer techos de endeudamiento, reformas estructurales y secuencias específicas de ajuste (Vreeland, 2003; Dreher, 2006; IMF, 2023; Ghiotto, 2020). Aunque formalmente se articulan como acuerdos voluntarios entre Estados soberanos y dichos organismos, en la práctica fijan límites a la política fiscal y de endeudamiento que condicionan la posición de los deudores frente a los acreedores privados, y establecen, a través de los análisis de sostenibilidad de la deuda, qué combinaciones de quitas, plazos y nuevos flujos se consideran “aceptables” (IMF & World Bank, 2018; Guzmán & Heymann, 2015; UNCTAD, 2015). Al definir ex ante las trayectorias “deseables” de deuda, crecimiento y saldo primario, los marcos de sostenibilidad condicionan la negociación, y se convierten, al mismo tiempo, en un criterio de legitimidad internacional frente a acreedores oficiales y privados, reduciendo el margen para estrategias alternativas de alivio. De esta manera, la condicionalidad actúa como un filtro institucional que determina qué tipos de reestructuración son admisibles políticamente y cuáles quedan excluidos, aun antes de que se negocien los términos contractuales concretos (Goldmann, 2018; Gelpern, 2016; UNCTAD, 2015). En ese sentido, los documentos de programa y los escenarios de sostenibilidad funcionan como verdaderos “gatekeepers” normativos, bajo el supuesto de que solo aquellas propuestas de reestructuración que se alinean con los parámetros del FMI y de los bancos multilaterales acceden a respaldo financiero y político, mientras que las demás quedan rápidamente deslegitimadas o descartadas.

En tercer lugar, operan los instrumentos de *soft law* y los estándares privados elaborados por actores como el FMI, ICMA, UNCTAD y asociaciones de mercado, que, sin ser jurídicamente vinculantes, adquieren fuerza normativa al ser incorporados masivamente en contratos y prácticas de emisión (Abbott & Snidal, 2000; Guzman & Meyer, 2010; Goldmann, 2018). Las cláusulas de acción colectiva y la nueva redacción de *pari passu* promovidas por ICMA, los principios de endeudamiento soberano responsable de UNCTAD y las guías del FMI sobre provisiones contractuales “mejoradas” son ejemplos paradigmáticos de cómo recomendaciones, guías y buenas prácticas se convierten en parámetros de validez reputacional y técnica para los participantes en el mercado (ICMA, 2014; International Monetary Fund, 2014; UNCTAD, 2012; Zandstra, 2017; Gulati & Gelpern, 2009). Estos instrumentos buscan corregir deficiencias reconocidas, fragmentación, falta de coordinación, riesgo de *holdouts* o riesgo de los acreedores disidentes, pero lo hacen sin pasar por procesos legislativos democráticos, desplazando el centro de producción normativa hacia foros

técnicos cerrados (Goldmann, 2018; Esposito, Li, & Bohoslavsky, 2013; UNCTAD, 2015).

Una cuarta capa la configuran las decisiones de tribunales nacionales con jurisdicción sobre bonos y préstamos, en particular cortes de Estados Unidos y Reino Unido, que terminan funcionando como árbitros de última instancia de disputas de deuda con alcance global (Waibel, 2011; Weidemaier, Gulati, & Gelpern, 2013). La jurisprudencia sobre interpretación de *pari passu* ejecución de sentencias en casos como *Elliott v. Peru* y *NML v. Argentina* ha convertido esta cláusula en un auténtico “arma” de los acreedores *holdout* o disidentes, reconfigurando el juego de coaliciones en la reestructuración y forzando una revisión contractual masiva a escala sistémica (Bratton, 2004; Buchheit & Zettelmeyer, 2014; Banco de Pagos Internacionales [BIS], 2013). A través de esos precedentes, los tribunales neoyorquinos y londinenses inciden sobre la distribución de poder entre acreedores y deudores, alterando incentivos y jerarquías de pago en todo el mercado de deuda soberana (Gulati & Rogoff, 2013; International Monetary Fund, 2014). Sin embargo, dichos tribunales deciden aplicando categorías de su propio derecho interno y cánones interpretativos de sus comunidades jurídicas, sin un mandato explícito para ponderar consideraciones globales de equidad, desarrollo o estabilidad financiera, de modo que sus decisiones tienden a reforzar una visión contractualista estrecha y pueden amplificar los sesgos de la arquitectura existente, especialmente en perjuicio de Estados altamente endeudados y de sus poblaciones más vulnerables (Bassett, 2017; Nelson, 2009; Bohoslavsky & Raffer, 2017; Gelpern, 2014; Stiglitz & Guzmán, 2015; United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD], 2012).

Finalmente, en el nivel más difuso pero tal vez más decisivo, encontramos las redes profesionales de firmas de abogados, bancas de inversión y asesores financieros que, en el ejercicio de su profesión, diseñan, negocian e interpretan la arquitectura contractual de la deuda, operando como verdaderos “codificadores del capital” en el sentido propuesto por Pistor, al transformar decisiones sobre ley aplicable, garantías, *covenants* y foros de ejecución en ventajas estructurales para determinados titulares de activos para quienes ellos trabajan (Pistor, 2019). En el ámbito de la deuda soberana, un núcleo relativamente reducido de firmas transnacionales y bancos colocadores termina reciclando y adaptando plantillas contractuales, insertando y modificando cláusulas estándar e.g., CACs, *pari passu*, eventos de incumplimiento, mecanismos de aceleración, que luego se difunden rápidamente entre emisiones y jurisdicciones, lo que nos ayuda a entender tanto la homogeneidad como los “saltos” discretos en el diseño de bonos bajo leyes de Nueva York y Londres (Choi, Gulati, & Posner, 2012; Gulati & Scott,

2013; Weidemaier, Gelpern, & Gulati, 2013). Estas comunidades profesionales actúan como élites jurídicas y financieras transnacionales, análogas a las que han construido la *lex mercatoria arbitral*, que producen y exportan soluciones técnicas, consolidan estándares de “mercado” y generan una convergencia selectiva de técnicas jurídicas en torno a los intereses de los centros financieros dominantes (Dezalay & Garth, 1996; Morgan, 2008; Seabrooke & Wigan, 2016). Esa centralidad que terminan ocupando las grandes instituciones financieras y sus asesores en las redes globales de intermediación y control corporativo, documentada por la literatura de redes complejas y de sistemas financieros, refuerza este poder estructural al situarlos en posiciones de intermediación desde las cuales pueden definir casi autónomamente los términos de acceso, condiciones de disciplina y umbrales de aceptabilidad para deudores soberanos y corporativos en el mercado internacional (Thurner, Fuchs, & Hanel, 2012; Vitali, Glattfelder, & Battiston, 2011).

Esta organización o estratificación normativa puede verse claramente en configuraciones concretas de los mercados de deuda soberana. En el caso argentino, por ejemplo, emisiones simultáneas bajo ley de Nueva York, ley inglesa y ley local convivieron con diferencias relevantes en cláusulas de *pari passu*, CACs, inmunidad soberana y mecanismos de ejecución, de modo que la reestructuración posterior a 2005 y los litigios como *NML v. Argentina* articularon, sobre los mismos flujos de pago, contratos de bonos, decisiones de tribunales federales estadounidenses interpretando derecho neoyorquino, legislación interna argentina (ley cerrojo, ley de pago soberano) y pronunciamientos de *soft law* sobre principios de reestructuración adoptados en foros de Naciones Unidas (Bohoslavsky & Goldmann, 2016; Pistor, 2019). En África, Bassett nos explica cómo los eurobonos de países como Ghana, Zambia o Gabón, emitidos bajo ley inglesa o neoyorquina e instrumentados con cláusulas estándar (CACs, *cross-default*, eventos de incumplimiento), se entrecruzan con programas de ajuste, techos de endeudamiento y marcos de análisis de sostenibilidad adoptados por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, así como con las metodologías opacas de las agencias de calificación, generando un régimen donde derecho interno, derecho del foro financiero, disciplina de mercado y condicionalidad financiera se superponen sin un único centro visible de decisión responsable y legítimo (Bassett, 2017; Nelson, 2009). Modelos de cláusulas *pari passu* y CACs elaborados por asociaciones privadas y grandes firmas de abogados se difunden como plantillas neutras que se injertan en contratos soberanos de jurisdicciones muy diversas y luego son interpretadas por tribunales nacionales según cánones propios,

mientras los denominados principios “voluntarios” de buenas prácticas en reestructuraciones y códigos de conducta de acreedores crean una capa adicional de *soft law* sin mecanismos claros de exigibilidad (Choi, Gulati, & Posner, 2012; Weidemaier, Gelpern, & Gulati, 2013; UNCTAD, 2012). El resultado es un entramado normativo supremamente denso que, al tiempo que refuerza la capacidad disciplinaria de los mercados, hace más difusa y discutible la atribución de responsabilidades por la distribución global de pérdidas y ganancias asociadas a las crisis de deuda, dejando a ciudadanías deudoras, acreedores dispersos, trabajadores y contribuyentes con canales muy limitados para exigir rendición de cuentas o, bajo cualquier escenario, impugnar o discutir las reglas del juego (Bohoslavsky & Raffer, 2017; James, 2021; Seabrooke & Wigan, 2016).

En esencia, pensar la gobernanza global de la deuda como una arquitectura estratificada, conformada por contratos negociados bajo ley extranjera, condicionalidad financiera, *soft law*, jurisprudencia y redes profesionales, nos permite ver que lo que solemos llamar “mercados de deuda” es, en realidad, una herramienta jurídico-política compleja que selecciona quién accede a crédito, en qué términos y con qué márgenes para equivocarse. Esta mirada desplaza el tratamiento de la deuda soberana como problema exclusivamente macroeconómico, y la sitúa como un laboratorio donde se ensayan formas de disciplina contractual y de coordinación transnacional que luego se extienden a la deuda corporativa y de los hogares. Precisamente por esta evolución, en la segunda sección nos referimos a la reestructuración soberana desde los años 2000. Ello nos permite entender, con mayor claridad, cómo las CACs, la reinterpretación de *pari passu* y los principios de endeudamiento responsable anticipan la lógica general de contractualización y de “corporatización” del Estado que hoy estructura la gobernanza global de la deuda.

2. Deuda soberana como “laboratorio de contractualización”

2.1. Crisis, acción colectiva y giro hacia las CACs

Desde la década de los ochenta hasta comienzos de los 2000, las grandes crisis de deuda soberana en América Latina, especialmente Argentina, y Rusia, pusieron en primer plano del debate un problema estructural de la financiación mediante bonos negociados bajo ley extranjera: la dificultad de coordinar a miles de tenedores dispersos y el poder de los *holdouts* para bloquear o encarecer cualquier reestructuración (Gelpern, 2016; Weidemaier, 2014). En ausencia de un foro concursal internacional, cada episodio de crisis evidenciaba que el “arreglo” debía improvisarse combinando ofertas de canje, presión política y litigios estratégicos, con resultados

desiguales y altos costos sociales (Buchheit & Gulati, 2010).

Es en ese contexto donde las cláusulas de acción colectiva (CACs) y la reformulación de *pari passu* se consolidan como respuesta “del mercado” al déficit institucional global (Gulati & Gelpern, 2009). Se opta por reescribir el contrato como alternativa a avanzar hacia un tratado de insolvencia soberana. Así, se introduce la posibilidad de que mayorías calificadas de tenedores de bonos puedan decidir por la totalidad de la serie y, posteriormente, por grupos agregados de series, y se corrige la redacción de *pari passu* para limitar su uso como arma procesal de los *holdouts* (International Capital Market Association [ICMA], 2014; Banco de Pagos Internacionales [BIS], 2013). A partir de las propuestas de ICMA y del apoyo explícito del FMI, en pocos años decenas de emisores bajo ley de Nueva York e Inglaterra adoptan modelos casi idénticos de CACs agregadas y de *pari passu* “reparado”, hasta el punto de que puede hablarse de una verdadera *lex contractus* transnacional de la reestructuración soberana (International Monetary Fund, 2014; Choi, Gulati, & Posner, 2012).

Este proceso convierte a las reestructuraciones soberanas de comienzos de siglo en lo que podemos llamar un laboratorio de contractualización. En este espacio se ensayan técnicas de gestión de crisis, como las votaciones agregadas, los umbrales diferenciados, las *single-limb* CACs, y las cláusulas de reasignación, que, una vez probadas en soberanos, se proyectan y replican después sobre emisiones corporativas complejas y sobre otros segmentos del mercado de deuda (Elias & Lalafaryan, 2025; Pistor, 2019). Como resultado, el soberano deja así de ser la excepción para convertirse en el caso paradigmático donde se prueba y refina una lógica general de disciplina mediante el contrato, que más tarde se extenderá al conjunto de la gobernanza financiera global (Gelpern, 2016; Goldmann, 2018).

La expansión de las CACs agregadas y la reformulación de *pari passu* en los contratos de bonos soberanos buscan resolver problemas puntuales de acción colectiva y a la vez contribuyen a “corporatizar” al Estado, al tratarlo crecientemente como un deudor ordinario sometido a las mismas lógicas de disciplina contractual y gestión activa de pasivos que una gran empresa cotizada en Bolsa (Gulati & Gelpern, 2009; Pistor, 2019). Esta asimilación se hace aún más evidente y se refuerza cuando observamos que varias de las técnicas ensayadas en las reestructuraciones soberanas, como lo son las operaciones complejas de *liability management* y el uso estratégico de cláusulas de aceleración y *cross-default*, encuentran paralelos en la práctica corporativa y, más abajo, en la organización de la deuda de los hogares, donde la calidad de la información financiera, la estructura

de vencimientos y la gestión del riesgo operan también como dispositivos de selección y control de sujetos de crédito (Elias & Lalafaryan, 2025; Park, Lee, & Shin, 2018). Vistas desde esta perspectiva, las fronteras entre deuda soberana, corporativa y doméstica se vuelven porosas: en los tres niveles se consolida una arquitectura jurídico-financiera que combina estandarización contractual, evaluación técnica-riesgo y mecanismos de ejecución sofisticados, produciendo patrones semejantes de vulnerabilidad y disciplina a través de escalas (Pistor, 2019; Gelpern, 2016).

2.2. Soft law, legitimidad y “cuasi-régimen” internacional

La contractualización soberana a través de CACs y cláusulas *pari passu* revisadas no opera en el vacío, sino que se inserta en un entorno de principios, guías y estándares que buscan dotar de una cierta “constitución mínima” a las reestructuraciones de deuda sin llegar a un tratado concursal. En este plano, los Principios para promover los préstamos y empréstitos soberanos responsables de la UNCTAD constituyen uno de los intentos más explícitos de formular estándares globales de conducta para Estados deudores y acreedores, articulando nociones de responsabilidad compartida, transparencia, debida diligencia y sostenibilidad como criterios normativos para evaluar tanto la toma de deuda como sus reestructuraciones (UNCTAD, 2012). De forma complementaria, la *Roadmap and Guide for Sovereign Debt Workouts* elabora principios de legitimidad, imparcialidad, buena fe y debido proceso aplicados a los *workouts* soberanos, proponiendo secuencias procedimentales y estándares mínimos de participación y acceso a la información que buscan acercar estos procesos a una lógica cuasi-concursal, aun cuando sigan estando dominados por contratos privados y negociaciones *ad hoc* (UNCTAD, 2015; Esposito, Li y Bohoslavsky, 2013).

Autores como Gelpern han subrayado que, en la práctica, el entrecruzamiento de este *soft law* con los contratos estandarizados (CACs, *pari passu*), las prácticas reiteradas de los tribunales de Nueva York y Londres y la condicionalidad de las instituciones financieras internacionales configura algo cercano a un “cuasi-régimen” internacional de la deuda soberana: un conjunto de reglas, principios y expectativas relativamente estables, aunque fragmentadas, en el que el Derecho Internacional Económico convive y compite con el derecho privado financiero (Gelpern, 2016; Goldmann, 2018). En ese marco híbrido, el Estado soberano aparece crecientemente tratado como un deudor más dentro de un entramado de disciplina de mercado, sujeto a cláusulas, foros y estándares de comportamiento diseñados en gran medida por actores privados y foros técnicos, lo que prepara el

terreno para la siguiente sección, donde veremos cómo esta lógica se proyecta hacia la deuda corporativa y, más abajo, hacia las finanzas de los hogares.

2.2.1. Ejemplos recientes de aplicación de soft law en crisis de deuda

El funcionamiento del *soft law* en materia de deuda soberana se aprecia con especial claridad en las crisis recientes, en las que principios, guías y modelos contractuales no vinculantes terminan configurando, en la práctica, los parámetros de solución disponibles para Estados y acreedores. En la crisis de la deuda soberana de la eurozona, y en particular en el caso griego, los *Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing* de la UNCTAD y documentos similares funcionaron como referentes normativos en torno a la transparencia, la distribución equitativa de cargas y la sostenibilidad de la deuda, sin llegar a cristalizar en un tratado concursal ni en obligaciones jurídicas directamente exigibles (UNCTAD, 2012, 2015). Paralelamente, la introducción de cláusulas de acción colectiva estandarizadas en los bonos soberanos bajo derecho europeo y anglosajón, inspirada en recomendaciones técnicas de foros como el G-10, el FMI y algunas asociaciones de mercado, permitió articular reestructuraciones mayoritarias, como lo fue el canje griego de 2012, sobre la base de modelos contractuales que se difundieron por emulación y presión de mercado y no por imposición legislativa (Gelpern, 2014; International Capital Market Association, 2014; International Monetary Fund, 2013).

En las reestructuraciones más recientes de países altamente endeudados en África y América Latina, los principios y guías sobre endeudamiento responsable y sostenibilidad de la deuda elaborados por la UNCTAD, el G-20 y otros foros multilaterales han funcionado como un marco discursivo y técnico que ha servido para estructurar acuerdos en el marco de la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda (DSSI) y del *Common Framework*, orientando criterios de comparabilidad de trato, transparencia y coordinación entre acreedores oficiales y privados pese a su naturaleza no vinculante (G-20, 2020; United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD], 2021). De forma concurrente, instrumentos como la *Roadmap and Guide for Sovereign Debt Workouts* y diversas propuestas académicas de construcción de un régimen de *soft law* para las reestructuraciones soberanas han influido tanto en el diseño de cláusulas “antibuitres” (i.e., nuevas redacciones de *pari passu* y mecanismos de agregación reforzada), como en las prácticas procedimentales de negociación, contribuyendo a estabilizar expectativas acerca de cómo “debe” desarrollarse un *workout* legítimo incluso en ausencia de un marco

concursal internacional formal (Guzman, Ocampo & Stiglitz, 2016; UNCTAD, 2015).

2.2.2. SDRM vs CAC: soluciones estatutarias y contractuales a los problemas de coordinación

El debate sobre la arquitectura de las reestructuraciones soberanas ha oscilado recientemente entre propuestas de orden estatutario, como el *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM) auspiciado por el FMI a comienzos de los años 2000, y las soluciones contractuales basadas en la generalización de las cláusulas de acción colectiva (CAC) en los bonos soberanos. En su momento el SDRM se concibió como un mecanismo cuasi-concursal de aplicación global, que se caracterizaba por tener un foro institucional único, así como unas reglas comunes para la suspensión de litigios y procedimientos de votación mayoritaria sobre planes de reestructuración que serían vinculantes para todos los acreedores, con independencia de la emisión específica que detentasen, trasladando al plano soberano principios tomados del derecho concursal interno (Fondo Monetario Internacional, 2003; Titelman & Uthoff, 2008). En esta lógica, el mecanismo buscaba abordar de forma simultánea los problemas de acción colectiva y el comportamiento oportunista de los *holdouts*, reduciendo la fragmentación jurisdiccional y la dependencia de decisiones dispersas de tribunales nacionales.

Frente a esta aproximación estatutaria, la comunidad financiera internacional terminó privilegiando una respuesta incremental basada en los contratos. Fue así como proliferó la incorporación sistemática de CAC en las emisiones de bonos, primero serie por serie y, más recientemente, en versiones “agregadas” que permiten votar modificaciones sobre conjuntos de emisiones (Cámara, 2021; Omaña, 2004). Estas cláusulas facultan a una mayoría cualificada de tenedores (habitualmente entre dos tercios y tres cuartos del valor en circulación) para modificar términos esenciales de los títulos (e.g., plazos, cupones, amortización), así como extender dichos cambios a las minorías disidentes, sin necesidad de unanimidad. El objetivo de estas medidas es facilitar la coordinación dentro de cada instrumento y reducir el poder de bloqueo de los acreedores litigantes (International Monetary Fund, 2014). A diferencia del SDRM, sin embargo, las CAC no crean un régimen concursal general ni un *stay* procesal universal: operan sobre la base de cada contrato, dependen de la ley aplicable (Nueva York, Londres, etc.) y coexisten con segmentos de deuda no cubiertos (préstamos bilaterales, deuda doméstica), de modo que la resolución de las crisis continúa descansando en una combinación de mercado, derecho privado y arreglos *ad hoc* (Bassan, 2014).

En relación con los argumentos asociados con la legitimidad y la gobernanza, el fracaso político del SDRM, percibido por muchos Estados como una cesión excesiva de soberanía a una instancia internacional, y por varios acreedores como una fuente potencial de incentivos perversos, contrasta, en la práctica, con la aceptación generalizada de las CAC como una forma de “reforma mínima” compatible con la racionalidad existente o aceptada del sistema (International Monetary Fund, 2014; Lukonga, 2002). Sin embargo, el contraargumento es que, a pesar de las mejoras introducidas por las CAC agregadas y por las iniciativas de *soft law* que las acompañan, la arquitectura resultante sigue siendo fragmentaria y fuertemente dependiente de la voluntad exclusiva de los acreedores clave, lo que explica que una parte de la literatura y de los actores institucionales continúe reclamando algún tipo de mecanismo más robusto, que puede ser estatutario o cuasi-estatutario, que permita superar la actual combinación de reestructuraciones tardías, litigios prolongados y distribución desigual de los costos de los pagos (Cámara, 2021; Bassan, 2014).

2.3. Deuda corporativa, disciplina de mercado y transmisión al ciclo real

En el contexto de la deuda soberana, la combinación de contratos estandarizados y *soft law* configura una estructura de disciplina financiera sobre los Estados, mientras que en el ámbito corporativo, esa disciplina se articula a través de estructuras de capital crecientemente apalancadas, mercados de bonos globales y prácticas de gobierno corporativo que internalizan la lógica de creación de valor para el accionista, con el crédito como palanca central (Comisión Económica para América Latina y el Caribe [CEPAL], 2018; Park, Shin y Tian, 2022). En economías avanzadas y emergentes, el endeudamiento corporativo no solo alcanza niveles sistemáticamente superiores al endeudamiento de los hogares, sino que presenta una volatilidad mucho mayor en términos de variaciones anuales sobre PIB, lo que lo convierte en un vector privilegiado de amplificación de los ciclos financieros y de inversión (Park et al., 2022). En contextos de auge, las empresas no financieras tienden a acumular pasivos a un ritmo elevado sin que ello se traduzca necesariamente en incrementos sostenidos de productividad o capacidad productiva, de modo que los ajustes posteriores adoptan la forma de recesiones de inversión más profundas y prolongadas (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE], 2025; Roberts, 2019).

Park, Shin y Tian (2022) argumentan que los episodios de “picos financieros”, definidos por la rapidez de la acumulación de deuda privada unida a la ocurrencia de crisis bancarias, están más frecuentemente asociados a la deuda corporativa

que a la deuda de los hogares tanto en economías avanzadas como en emergentes, y que las recesiones posteriores a esos picos inducidos por deuda corporativa conllevan caídas particularmente severas de la inversión y del producto, sobre todo en economías emergentes. Desde una perspectiva de *macro-gobernanza* del endeudamiento, ello sugiere que la arquitectura híbrida descrita en la sección anterior no se limita a ordenar las relaciones entre Estados y acreedores, sino que permea la financiación empresarial mediante estándares prudenciales, calificaciones crediticias y prácticas contractuales (covenants, jerarquías de acreedores, vencimientos), que trasladan al sector corporativo la misma combinación de disciplina de mercado y ausencia de un marco concursal internacional coordinado (CEPAL, 2018; Park et al., 2022). En este entorno, la empresa se perfila como un centro clave en la transmisión de *shocks* financieros hacia el empleo, la inversión y, en última instancia, hacia los balances de los hogares endeudados, cuestión que se abordará en la sección siguiente al analizar las dinámicas específicas de la deuda de hogares y su interacción con la deuda pública y corporativa (Fondo Monetario Internacional, 2019; Park et al., 2022).

2.4. Deuda de los hogares, vulnerabilidad financiera y articulación con la deuda pública y corporativa

Si en el plano soberano y corporativo la disciplina de mercado se ejerce a través de cláusulas contractuales, calificaciones y estándares prudenciales, en el ámbito de los hogares esta disciplina se manifiesta en la forma de acceso condicionado al crédito, segmentación de productos financieros y evaluación permanente de la “solventía” de los deudores minoristas. La expansión del crédito hipotecario y al consumo en las últimas décadas ha situado a los hogares en el centro de las dinámicas de apalancamiento privado, generando, al mismo tiempo, nuevas formas de vulnerabilidad que se expresan en sobreendeudamiento, precariedad patrimonial y exposición reforzada a los ciclos de precios de activos, especialmente vivienda (Fondo Monetario Internacional [FMI], 2019; Lee, 2022).

La evidencia empírica muestra que los aumentos rápidos de la razón deuda de los hogares/PIB están asociados a episodios de menor crecimiento y mayor desempleo en el mediano plazo, particularmente cuando coinciden con booms de precios inmobiliarios y relajación de estándares de concesión de crédito (Mian, Sufr y Verner, 2017; Park, Shin y Tian, 2022). En este contexto, el hogar endeudado funciona como eslabón final de una cadena de transmisión que conecta la emisión de deuda soberana, la toma de riesgo en los balances corporativos y la intermediación financiera mayorista con el consumo, la inversión residencial y,

en última instancia, la estabilidad social. Así, shocks que se originan en el segmento soberano (ajustes fiscales, cambios en el coste de financiación pública) o corporativo (recesiones de inversión, despidos, caídas salariales) se traducen rápidamente en deterioro de los balances de los hogares a través de canales de ingresos, empleo y valor de los activos, amplificando los efectos contractivos iniciales (FMI, 2019; Park et al., 2022).

Desde una visión de macro-gobernanza del endeudamiento, la deuda de los hogares debe analizarse como parte de una arquitectura de poder financiero que articula de manera jerárquica la posición del Estado, de las compañías y de las familias en los mercados de crédito. La combinación de políticas fiscales y monetarias procíclicas, estrategias empresariales basadas en el apalancamiento y marcos de protección al consumidor centrados casi exclusivamente en la revelación de información tiende a desplazar el riesgo sistémico hacia los hogares, que se convierten en el punto de absorción de los desajustes generados en los dos niveles anteriores (CEPAL, 2020; Lee, 2022). En este sentido, la interacción entre deuda pública, corporativa y de los hogares configura un triángulo de disciplina cruzado en el que los costos de los ciclos de endeudamiento y desapalancamiento se distribuyen de forma desigual, con los hogares como destinatarios últimos de buena parte de los efectos regresivos de las crisis.

2.5. De la “macro-gobernanza” del endeudamiento a la construcción del *homo debitor*

El estudio articulado entre deuda soberana, corporativa y de los hogares configura un entramado técnico de riesgos financieros interconectados y contribuye a producir un determinado sujeto económico: el *homo debitor*. Se trata de un individuo cuya inserción y crecimiento en el orden social aparece crecientemente mediada por obligaciones de pago, historiales crediticios y dispositivos de evaluación permanente de su mayor o menor “responsabilidad” financiera (Lazzarato, 2011; Hernández, 2013). En este marco, el ciudadano se ve interpretado como deudor antes que como trabajador, ahorrador o contribuyente. El endeudamiento ya no es más una herramienta simplemente instrumental de financiación; ahora se convierte en una herramienta de disciplinamiento que condiciona trayectorias vitales, márgenes de decisión y formas de participación social y política (Standing, 2011; Zuboff, 2019).

Desde esta perspectiva, la “macro-gobernanza” del endeudamiento examinada en las secciones anteriores puede leerse como un régimen de gobierno de la conducta multinivel. Los tres niveles que lo componen funcionan en primera

medida sobre los Estados, mediante estándares de sostenibilidad, calificaciones y cláusulas que constriñen el espacio de las políticas públicas y trasladan al plano jurídico-contractual tensiones que son, en gran medida, políticas. Un segundo nivel opera sobre las corporaciones, a través de la adopción progresiva de métricas de creación de valor y rentabilidad para el accionista, *covenants* y jerarquías de acreedores que orientan decisiones de inversión, empleo y localización, reforzando estrategias basadas en el apalancamiento (Park, Shin y Tian, 2022). Finalmente, el tercer nivel funciona sobre los hogares, por medio de contratos de crédito, puntajes de riesgo crediticio y marcos regulatorios, como el de protección al consumidor, centrados en la revelación de información. Esos marcos regulatorios terminan internalizando la obligación de “cumplir” aun en escenarios de precariedad estructural y volatilidad del ingreso (Lee, 2022; Mian, Sufi y Verner, 2017). En este contexto, la figura del *homo debitor* surge como denominador común de un orden financiero en el que la promesa de inclusión por vía del crédito coexiste con la injusta y desafortunada normalización del sobreendeudamiento y con la privatización de los costos de las crisis, preparando el terreno para el análisis más detenido, en la siguiente parte del trabajo, de las dimensiones jurídicas, políticas y éticas de este régimen de deuda (Hernández, 2013; Standing, 2011).

2.6. Desigualdad, estratificación del riesgo y distribución de los costos de la deuda

La consolidación del *homo debitor* como sujeto central del orden financiero contemporáneo se produce sobre estructuras previas de desigualdad de ingreso, riqueza, género, raza y territorio que condicionan tanto el acceso al crédito como las condiciones en que este se concede (Kumhof y Rancière, 2010; Latindadd, 2021). El endeudamiento opera como un mecanismo de estratificación: mientras ciertos segmentos acceden a financiamiento relativamente barato y estable, otros quedan confinados a productos de alto costo, plazos cortos y cláusulas especialmente onerosas, reproduciendo y profundizando vulnerabilidades preexistentes (Némesis, 2026; Polis, 2019). La arquitectura jurídica de la deuda, desde las cláusulas de aceleración hasta los regímenes de garantías y ejecución, tiende a reforzar esta estratificación, al ofrecer protecciones más robustas a acreedores institucionales que a deudores minoristas o comunidades empobrecidas (Pistor, 2024; Sen, 2010).

Desde la perspectiva macro, esta estratificación se traduce en una distribución desigual de los costos de las crisis y de los ciclos de desapalancamiento. Los episodios de ajuste suelen materializarse, para los estratos más favorecidos, en reconfiguraciones

de portafolios, reestructuraciones ordenadas o salidas oportunas de posiciones de riesgo, mientras que para los hogares y territorios más vulnerables implican pérdida de vivienda, destrucción de empleo, deterioro de servicios públicos y contracción de derechos sociales (Kumhof y Rancière, 2010; UNCTAD, 2014). El desafortunado resultado es un régimen de endeudamiento que no solo disciplina a Estados, empresas y familias, sino que lo hace de forma diferencial, asignando sistemáticamente los impactos más regresivos a quienes tienen menor capacidad de negociación y menor acceso a instrumentos de cobertura o garantía (Latindadd, 2021; Pistor, 2024). Sobre este injusto y repetitivo trasfondo, el análisis jurídico y político de la deuda no puede limitarse a la eficiencia de los mercados o a la estabilidad financiera, sino que debe incorporar explícitamente la cuestión de la justicia distributiva y del reparto interseccional de los riesgos y cargas asociadas al crédito (Sen, 2010; Kumhof y Rancière, 2010).

Esta racionalidad de distribución desigual de cargas se observa con particular claridad en la experiencia latinoamericana reciente de reestructuraciones y alivio de deuda. En el caso latinoamericano, la noción de responsabilidad compartida internacional se ha ido materializando, de forma más o menos explícita, en distintos episodios de alivio y reestructuración de deuda que desbordan la lógica clásica del deudor “culpable” y del acreedor meramente exigente. Los procesos HIPC y MDRI que beneficiaron a países de ingreso bajo de la región, entre ellos Bolivia, Honduras o Nicaragua, descansan precisamente en la premisa de que el sobreendeudamiento no puede imputarse exclusivamente al Estado deudor y de que su corrección exige aportes coordinados de acreedores multilaterales, bilaterales y, en algunos casos, privados, bajo la forma de condonaciones, reprogramaciones y nueva financiación concesional (Banco Mundial, 2006; Fondo Monetario Internacional, 2007). Esta misma lógica reaparece, aunque en marcos institucionales diferentes, en las reestructuraciones de Argentina de 2005, 2010 y 2020, donde tanto el propio Estado como el FMI y los tenedores de bonos terminan aceptando que los términos de los acuerdos deben anclarse en análisis de sostenibilidad de la deuda y en la preservación de ciertos márgenes de maniobra para la política económica interna. Esto además introduce elementos de reparto de cargas que van más allá de la estricta literalidad contractual (Guzmán, 2016; Sturzenegger & Zettelmeyer, 2007).

En forma similar, los procesos recientes de reestructuración en el Caribe latinoamericano, como los casos de Jamaica o Granada, han incorporado explícitamente criterios de sostenibilidad e impacto social en el diseño de los canjes, sobre la base de que la restauración de la capacidad de pago constituye un objetivo compartido que requiere

ajustes proporcionales de todas las partes y que no puede alcanzarse trasladando íntegramente el costo del ajuste a las poblaciones deudoras (Fondo Monetario Internacional, 2013; Wynter & Alleyne, 2014). Finalmente, el debate regional en torno a la “deuda social” y campañas como el Jubileo de la Deuda 2025 han venido reforzando la idea de que cualquier arquitectura de resolución de crisis debe fundar la responsabilidad compartida en principios de justicia distributiva y de protección de derechos fundamentales. El efecto es que el enfoque se desplaza de la simple y esperada continuidad del servicio de la deuda hacia la forma en que se distribuyen sus costos y beneficios entre Estados, acreedores y sociedades deudoras (Latindadd, 2021; United Nations, 2019).

2.7. De la arquitectura de la deuda a las alternativas normativas

El recorrido que hemos hecho por la deuda soberana, corporativa y de los hogares, así como por las formas de responsabilidad compartida internacional y la producción del *homo debitor*, permite situar el debate no sólo en términos normativos (Lapatza, 1967; Lapatza, 2017). Si aceptamos como presupuesto que la arquitectura vigente de la deuda se ha configurado como una herramienta de disciplina, que termina siendo asimétrica y que genera una distribución regresiva de riesgos y costos, la inquietud que se abre es la de las posibles alternativas institucionales y jurídicas para reequilibrar estas relaciones, y en ello el rol del Derecho Internacional Económico. Dichas alternativas remiten tanto a propuestas de creación de marcos concursales o cuasi-concursales para Estados, como, por ejemplo, los diversos proyectos de Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana en el FMI o las iniciativas estatutarias discutidas en Naciones Unidas, así como la consideración juiciosa de las reformas de los regímenes de insolvencia corporativa y personal y, en algunos casos, la revisión de las reglas de juego en los mercados de capitales. Este llamado se une a la línea de argumentación defendida por algunos académicos que reclaman un marco común de insolvencia soberana y una coordinación más intensa y verificable entre soluciones “de mercado” y soluciones “regulatorias” (González García, 2021; Lorenzini, 2018; Delich, 2016). Se trata entonces de buscar los mecanismos que permitan avanzar más certeramente hacia una redefinición del estatuto jurídico de la deuda en línea con la sostenibilidad macrofinanciera, la protección de los derechos humanos y la justicia distributiva, como sugieren las propuestas que buscan vincular la carga de la deuda, el gasto social y la erosión del Estado social.

En este escenario, las iniciativas de *soft law* que estudiamos en secciones anteriores pueden leerse como raíces de un posible “constitucionalismo” de

la deuda a escala global. Se trata de un fenómeno que está llamado a articular principios de buena fe, transparencia, sostenibilidad y participación que, aunque no vinculantes, tensionan las lógicas y racionalidades puramente contractual y abren espacios para reinterpretar obligaciones financieras a la luz de estándares más amplios de legitimidad democrática (Páez, 2019; Lorenzini, 2019). Las discusiones sobre gobernanza de las cláusulas de acción colectiva, los modelos ICMA y los procesos conducidos en la Asamblea General de la ONU dejan en evidencia esa tensión entre una constitucionalización privada, guiada por las élites financieras, y una constitucionalización pública centrada en la equidad entre acreedores y deudores soberanos. El reto, para el Derecho internacional económico y para los ordenamientos internos, consiste en traducir esa constelación dispersa de principios y prácticas en mecanismos más robustos de coordinación, vigilancia recíproca y reparto equitativo de cargas. Esto implica necesariamente extender el análisis desde reglas fiscales constitucionalizadas hasta los marcos de reestructuración preventiva e instrumentos de condicionalidad inversa. El resultado esperado es que este análisis, que debe ir acompañado de una implementación pragmática, sea capaz de limitar la producción sistemática de endeudados estructuralmente vulnerables y de someter el poder financiero a parámetros democráticos y de justicia social (del Castillo, 2012; Mordecki, 2020; Manzo, 2021). Esta tensión entre continuidad y reforma de la arquitectura de la deuda constituirá el hilo conductor de la siguiente sección, dedicada a examinar propuestas concretas de rediseño institucional y de intervención jurídica en los distintos niveles del régimen de endeudamiento, desde los mecanismos de resolución de crisis soberanas hasta las reformas de los regímenes de insolvencia de consumidores y microempresas en clave de segunda oportunidad.

3. Gobernanza global de la deuda corporativa y “entangled debt world”

Sobre la arquitectura estratificada de la gobernanza de la deuda presentada en la sección 2, esta sección analiza la capa corporativa como pieza central del *entangled debt world* o el mundo de la deuda entrelazada y desarrolla sus implicaciones teóricas y normativas.

3.1. Deuda corporativa, agencia y arquitectura contractual

Si en la sección anterior vimos cómo la deuda soberana funciona como laboratorio de contractualización y cómo se ha ido configurando una arquitectura estratificada de gobernanza global de la deuda, ahora la deuda corporativa aparece como el caso tipo de relaciones y problemas

de agencia y de diseño contractual orientado a gestionar información asimétrica y acción oculta (Jensen & Meckling, 1976; Tirole, 2006). En forma preliminar aceptamos que la información no revelada (*hidden information*) sobre la verdadera calidad del riesgo y la estructura de activos del deudor puede llegar a ser justificación suficiente para adoptar un diseño contractual que intenta suplir las limitaciones de los mercados y de la supervisión pública. Sin embargo, ex post, la *hidden action* relativa al uso de los activos, la asunción de nuevo endeudamiento o la distribución de valor entre accionistas y acreedores motiva la proliferación de *covenants* financieros, restricciones a la venta de activos, limitaciones a la incurrencia de deuda adicional, garantías cruzadas y cláusulas de aceleración (Aghion & Bolton, 1992; Hart & Moore, 1998). Esta arquitectura es una herramienta de asignación y distribución de los riesgos, y un mecanismo de gobernanza. El propósito es disciplinar al deudor corporativo, reasignar el poder de decisión hacia acreedores (especialmente *senior* o garantizados) y estructurar quién puede declarar el *default*, quién puede renegociar y en qué condiciones se desencadenan procesos colectivos o ventas de activos en situaciones de estrés (Ayotte & Skeel, 2013; Roe, 2011).

Desde la perspectiva de la arquitectura estratificada para la deuda soberana, la capa corporativa muestra con claridad el entrelazamiento entre derecho privado transnacional y disciplina financiera (Gelpern, 2016; Pistor, 2013, 2019). Los contratos de financiación sindicada y de bonos corporativos se materializan en instrumentos híbridos donde, por ejemplo, el *facility agreement* se somete a derecho inglés mientras que cláusulas clave, definiciones técnicas y estándares de conducta se alinean con el derecho de Nueva York, dando lugar a una *global law of debt* en la que tribunales ingleses aplican categorías y usos neoyorquinos (Weidemaier, 2014; Wood, 2020). La centralidad de Londres y Nueva York como foros de emisión y negociación de deuda corporativa internacional, a los que acuden crecientemente empresas de Asia, América Latina y África para acceder a financiación en una moneda más fuerte que la local, refuerza esta estratificación. A su vez, la elección de ley y foro concentra la capacidad de definir derechos y remedios en dos jurisdicciones del norte global, cuyas comunidades jurídicas actúan como codificadoras de los activos de deuda (Pistor, 2019; Vitali et al., 2011).

Esta expansión viene acompañada de innovaciones contractuales que son incluidas en los contratos con el objetivo de reconfigurar el equilibrio entre protección de acreedores y flexibilidad del deudor, en una lógica que dialoga con lo que ya vimos en el laboratorio soberano de las CACs y *pari passu* (Choi et al., 2012; Gulati & Gelpern, 2009). El auge de los *covenant-lite loans* reduce el alcance de las

salvaguardas tradicionales, al limitar el número y la exigibilidad de los *covenants* que permitan un control temprano de la trayectoria financiera del deudor (Fried & Telman, 2011). De forma similar, las transacciones de *liability management*, como lo son las operaciones de *uptiering*, *drop-down* y canjes selectivos de deuda, permiten a deudores y acreedores sofisticados reordenar prioridades y aislar activos valiosos en vehículos separados, a menudo al margen o en el límite de los marcos concursales domésticos (Ellias, 2020; Levitin, 2020). Estas prácticas, cada vez más generalizadas, tensionan la coherencia de los regímenes nacionales de insolvencia, debilitan la posición de acreedores dispersos y de menor sofisticación, al tiempo que desplazan la resolución de conflictos hacia foros contractuales y jurisdicciones que son elegidas estratégicamente (*forum shopping*) (Skeel, 2014).

Desde esta racionalidad observamos que la deuda corporativa se inserta plenamente en el “*entangled debt world*” que estructura el argumento general: las mismas técnicas que disciplinan al deudor corporativo y maximizan la protección del acreedor financiero se proyectan sobre el plano soberano y, al mismo tiempo, se globalizan mediante el uso de leyes y tribunales de Nueva York y Londres (Gelpert, 2016; Goldmann, 2018). El resultado es una arquitectura entrelazada en la que los problemas de legitimidad identificados para la deuda pública (i.e.) déficits democráticos, distributivos y de transparencia, se terminan replicando en el ámbito corporativo. Dicha reproducción, además de afectar a acreedores y deudores genera efectos directos sobre trabajadores, proveedores y comunidades locales, pues son ellos quienes, en última instancia, soportan las consecuencias de decisiones tomadas en espacios contractuales y jurisdiccionales alejados de su control (World Bank, 2022).

3.2. Difuminación de fronteras y déficits de legitimidad

Como parte de entender este escenario de “mundo de deudas entrelazadas”, es oportuno explicar de manera más sistemática la teoría de gobernanza global de la deuda desarrollada a lo largo de este trabajo (Sarpong & Deodutt, 2019; Gelpert, 2016; Pistor, 2013). La primera pregunta que debemos formular es quién escribe realmente las reglas, las condiciones de las relaciones de deuda. En línea con la noción de arquitectura estratificada y de “codificadores del capital”, podemos afirmar que, tanto en deuda soberana como corporativa, el “legislador efectivo” se encuentra menos en los parlamentos o congresos nacionales que en redes transnacionales de expertos. Son las grandes firmas especializadas de Londres y Nueva York que diseñan y estandarizan contratos; bancos globales y sindicatos de acreedores, quienes definen cláusulas de coordinación y de ejecución; y

organismos internacionales y asociaciones privadas (FMI, UNCTAD, G20, ICMA, LMA, entre otros) que producen principios, modelos de cláusulas y *best practices* (Abbott & Snidal, 2000; Esposito et al., 2013; UNCTAD, 2015). De acuerdo con los postulados defendidos por Pistor (2019), estas comunidades profesionales actúan como auténticos y verdaderos codificadores del capital. Son ellos quienes han recibido la potestad de decidir qué derechos de crédito son jurídicamente exigibles, con qué prioridades y ante qué foros, configurando *de facto* una constitución económica informal de la deuda global.

La segunda pregunta que estamos llamados a debatir es dónde se adoptan las decisiones clave, pregunta que se enlaza con la capa jurisdiccional descrita en la sección 2 para la deuda soberana. Los puntos focales de resolución de conflictos se ubican en tribunales de Londres y Nueva York, donde jueces especializados que interpretan cláusulas de acción colectiva, *covenants*, *pari passu* y remedios contractuales, así como en comités ad hoc de acreedores y en foros informales como el Club de París o grupos de coordinación privados, más que en organismos con mandato universal y reglas procedimentales claras (Waibel, 2011; Weidemaier et al., 2013). Estos espacios coexisten, no sin tensiones, con iniciativas como las de UNCTAD orientadas a formular principios y *roadmaps* para procesos de *workout* soberano que cumplan requisitos de legitimidad, imparcialidad, transparencia, buena fe y sostenibilidad (UNCTAD, 2012, 2015; Buchheit, & Gulati, 2010). En términos de la arquitectura estratificada de la deuda, nos encontramos frente a una capa de “gobernanza sin gobierno” donde derecho privado financiero, condicionalidad y *soft law* se solapan sin un centro político reconocible.

En este marco podemos identificar tres déficits centrales que prolongan los problemas ya identificados en el análisis del soberano como laboratorio de contractualización. De un lado, se hace evidente el déficit democrático. Este se manifiesta en el hecho de que decisiones que afectan de manera intensa a poblaciones nacionales e.g., paquetes de ajuste, cierres de empresas, recortes de gasto social, se toman en foros privados o en tribunales extranjeros, con participación limitada de autoridades y legisladores domésticos y escasa o nula rendición de cuentas ante la ciudadanía (Bassett, 2017; Hockett & Omarova, 2021). A este primer déficit, se suma el déficit distributivo. Este surge cuando la arquitectura contractual y jurisdiccional privilegia a acreedores institucionales sofisticados y con capacidad de coordinación, dejando en posición subordinada y, por ende, menos protegida, a acreedores locales, pequeñas empresas, trabajadores y usuarios de servicios públicos, que soportan los costos de la

reestructuración mediante impuestos, desempleo o pérdida de prestaciones (Guzmán & Heymann, 2015; World Bank, 2022). Finalmente, el déficit de transparencia persiste incluso en contextos donde existen principios formales de buena fe, revelación de información y transparencia. Episodios de endeudamiento opaco, estructuras complejas fuera de balance o escándalos como el de los llamados *tuna bonds* revelan que los mecanismos de control parlamentario, administrativo y judicial son fácilmente eludibles mediante ingeniería financiera y estructuras *off-shore* (UNCTAD, 2012; Gelpern, 2014).

La teoría de gobernanza global de la deuda que proponemos está diseñada con el objetivo de consolidar una lectura integrada de un mismo entramado normativo y financiero, y así superar el tratamiento segregado que suele darse a la deuda soberana y corporativa. La deuda soberana y la deuda corporativa constituyen así dos ámbitos funcionalmente interdependientes de una misma arquitectura jurídico-financiera. Comparten infraestructuras de mercado, formas de evaluación del riesgo, estructuras de incentivos y dispositivos de ejecución que se refuerzan mutuamente. En ambos casos, la validez, exigibilidad y jerarquía de los créditos dependen de decisiones jurídicas sobre ley aplicable, garantías, remedios contractuales y foros de resolución, “codificadas” por comunidades profesionales que operan a escala transnacional (Pistor, 2019).

Esta interdependencia se manifiesta tanto en la circulación de técnicas contractuales i.e., CACs, *pari passu*, *covenants* financieros, operaciones de *liability management*, como en los circuitos de transmisión de shocks: crisis bancarias y corporativas que se socializan vía balance soberano, o reestructuraciones soberanas que deterioran la posición de empresas y hogares fuertemente expuestos a deuda pública. En ambos planos, la gobernanza de la deuda adopta la forma de una “gobernanza sin gobierno”, en la que redes de firmas, bancos, organismos internacionales y asociaciones de mercado definen *de facto* las reglas sobre quién puede endeudarse, en qué condiciones y con qué consecuencias en caso de incumplimiento, dejando a menudo a los órganos democráticos en un papel reactivo o marginal (Seabrooke & Wigan, 2016).

En este contexto, los déficits de legitimidad democrática, distributiva y de transparencia que hemos identificado no pueden seguirse viendo como simples “fallos” sectoriales, sino como rasgos estructurales de esa arquitectura integrada. La misma constelación de actores y técnicas que prioriza la protección de inversores sofisticados en los mercados de bonos soberanos configura también las relaciones de poder entre acreedores

financieros, empresas y trabajadores. Todo ello termina proyectándose sobre la vida cotidiana de los hogares endeudados a través de ajustes fiscales, precarización laboral y restricciones en el acceso al crédito. Pensar en la deuda como un conjunto entre soberano, corporativo y doméstico permite visibilizar con mayor claridad esta continuidad y abrir la puerta a respuestas normativas que no se limiten a soluciones técnicas limitadas o pensadas en un nivel aislado. Por el contrario, esta visión integrada permite abordar coordinadamente las condiciones de producción y reproducción de la vulnerabilidad por deuda a lo largo de toda la cadena (Pistor, 2019; Seabrooke & Wigan, 2016).

3.3. Respuestas regulatorias y agenda de reforma

En atención a la complejidad de la discusión que hemos abordado hasta ahora, el propósito en esta sección es plantear una agenda de potencial reforma que prolongue las discusiones de *soft law* y de “cuasi-régimen” internacional desarrolladas en las secciones anteriores (Gelpern, 2016; UNCTAD, 2015).

Un primer eje de solución consiste en reforzar el *soft law* y en vincularlo y fortalecerlo en el derecho interno. Principios como los de UNCTAD sobre endeudamiento y préstamo soberano responsable y la *Roadmap and Guide for Sovereign Debt Workouts* pueden interpretarse como intentos incipientes de “constitucionalizar” la gobernanza de la deuda. Son instrumentos que ofrecen criterios materiales para evaluar prácticas contractuales, decisiones judiciales y acuerdos de reestructuración (Esposito et al., 2013; UNCTAD, 2012, 2015). Una vía realista y pragmática de reforma pasa por su incorporación por referencia en la legislación nacional y en las políticas de endeudamiento público y corporativo. Así, la adopción de requisitos reforzados de autorización y transparencia para la contratación de deuda, obligaciones fiduciarias más exigentes para intermediarios financieros, límites a cláusulas de elección de ley y foro que impliquen una renuncia abusiva a la protección de ordenamientos domésticos, y mandatos explícitos de considerar sostenibilidad y derechos humanos en la evaluación de operaciones de crédito, es fundamental para lograr un cambio que sea equilibrado y verificable (Bantekas & Lumina, 2018; Bohoslavsky & Raffer, 2017).

Un segundo eje apunta hacia marcos “cuasi-concursales” transnacionales, en línea con la idea de cuasi-régimen utilizado para describir la articulación entre contratos, condicionalidad y *soft law* (Gelpern, 2016; Goldman, 2018). Argumentamos que, sin necesidad de crear, al menos en primera instancia, un tribunal internacional de insolvencias soberanas o corporativas es posible fortalecer elementos

que ya operan en esa dirección. Por ejemplo, la adopción de mecanismos colectivos obligatorios para la reestructuración de determinados tipos de deuda (por ejemplo, CACs agregadas reforzadas, procedimientos de agregación por series y por jurisdicciones), coordinación más intensa entre tribunales clave (Nueva York/Londres y cortes de países deudores) y principios comunes sobre trato equitativo de acreedores, sostenibilidad de la carga de la deuda y prioridad de ciertos gastos esenciales (IMF & World Bank, 2018; UNCTAD, 2015). Naturalmente, en el plano corporativo, esto implicaría limitar el uso de técnicas de *liability management* que vacían de contenido los regímenes concursales domésticos. En el plano soberano supondría dotar de mayor densidad jurídica a los principios de *standstill*, *haircut* suficiente y protección de servicios públicos básicos durante los procesos de reestructuración (Guzmán & Heymann, 2015; Stiglitz & Guzmán, 2015).

Un tercer eje de solución consiste en integrar de forma sistemática deuda soberana y corporativa en una misma lente normativa, esto en línea con la tesis de la difuminación de fronteras que recorre todo este trabajo. En la medida en que una y otra comparten actores, técnicas contractuales y foros de resolución, y que los shocks se transmiten con relativa facilidad, por ejemplo, mediante la socialización de pérdidas privadas en crisis bancarias que devienen crisis soberanas, o mediante el impacto de reestructuraciones soberanas sobre balances corporativos, tiene sentido formular respuestas regulatorias que operen simultáneamente en ambos niveles (IMF, 2023; World Bank, 2022). En este sentido, argumentamos en favor de la adopción de criterios de transparencia reforzada, responsabilidad compartida entre acreedores y deudores y evaluación de sostenibilidad que considere efectos sociales y ambientales deberían aplicarse. Ese proceso de implementación requerirá necesariamente de algunas adaptaciones, tanto a la contratación de deuda pública como a la financiación corporativa de grandes grupos con relevancia sistémica (Bantekas & Lumina, 2018; Seabrooke & Wigan, 2016).

Finalmente, esta agenda abre tres líneas de investigación futura coherentes con el giro normativo que anunciamos. En primer lugar, explorar cómo incorporar de manera operativa criterios de desarrollo sostenible y de derechos humanos en la gobernanza de la deuda. Elemento que requeriría una articulación ordenada y sistémica, por ejemplo, de la agenda de los ODS con la regulación de la financiación soberana y corporativa (Bradlow & Fourie, 2017; United Nations, 2015). Igualmente, sería recomendable diseñar indicadores de “deuda justa” que integren dimensiones de legitimidad procedimental, distribución de cargas y

sostenibilidad intertemporal, más allá de los parámetros puramente cuantitativos de solvencia (Bohoslavsky & Raffer, 2017). En tercer lugar, será necesario estudiar cómo es posible reequilibrar la posición de economías emergentes y acreedores locales frente a la actual hegemonía contractual y jurisdiccional de Nueva York y Londres. Estrategia que puede conducir al desarrollo y fortalecimiento de mercados regionales de capital, la creación de cláusulas modelo alternativas a las ya existentes, o el uso coordinado de reformas internas para condicionar la validez y ejecutabilidad de ciertos términos y condiciones tomados de contratos estándar (Bassett, 2017; James, 2021).

Comentarios Finales

Nuestro análisis muestra que la deuda soberana, la deuda corporativa y la deuda de los hogares son niveles funcionalmente interdependientes de una misma arquitectura jurídico-financiera. Esta arquitectura estratificada se compone de contratos regidos por leyes del norte global, condicionalidad de las instituciones financieras internacionales, instrumentos de *soft law*, jurisprudencia con efectos extraterritoriales y redes profesionales transnacionales. El resultado de este entramado es un régimen de gobernanza global de la deuda que disciplina de manera asimétrica a Estados, empresas y hogares. Reconocer y visibilizar estas interdependencias permite ver que la deuda, además de ser un problema macroeconómico, es una herramienta de poder que organiza jerárquicamente el acceso al crédito, distribuye riesgos y socializa pérdidas.

En el estudio de esa estructura jerárquica de la deuda observamos que la deuda soberana funciona como un verdadero laboratorio de contractualización, en el que se ensayan técnicas de gestión de crisis, como lo son las CACs agregadas, la reformulación de *pari passu* y las operaciones complejas de *liability management*. Todos estos instrumentos luego se proyectan sobre la deuda corporativa y, más abajo, sobre los productos dirigidos a los hogares. Esta dinámica contribuye a la progresiva “corporatización” del Estado, tratado cada vez más como un deudor ordinario sometido a la lógica de la disciplina contractual y al escrutinio de acreedores institucionales y tribunales extranjeros. A la vez, refuerza un modo de regulación financiera que desplaza la solución de conflictos distributivos hacia arreglos privados y foros técnicos, reduciendo los márgenes para la deliberación democrática sobre los costos sociales de las crisis de deuda.

A su turno, incorporar el análisis de la deuda de los hogares en el análisis nos permite identificar el papel central del *homo debitor* como figura de cierre de esta arquitectura. Los hogares aparecen como eslabón final de una cadena de transmisión

que conecta las decisiones de endeudamiento soberano, las estrategias de apalancamiento corporativo y la intermediación financiera global con trayectorias vitales concretas marcadas por el sobreendeudamiento, la precariedad patrimonial y la exposición a ciclos de precios de activos. La promesa de inclusión financiera por vía del crédito coexiste así con la triste y desafortunada normalización del riesgo individualizado y la privatización de los costos de las crisis, en un contexto de desigualdad estructural de ingreso, riqueza, género y territorio que condiciona de antemano quién accede a qué tipo de crédito y en qué condiciones.

Desde el punto de vista normativo, nuestro argumento sugiere que las respuestas puramente contractuales, por ejemplo, la extensión de CACs o el perfeccionamiento de ciertas cláusulas estándar, son insuficientes para corregir los déficits de legitimidad democrática, justicia distributiva y transparencia que caracterizan a la gobernanza global de la deuda. A pesar de que estas reformas pueden reducir algunos problemas de coordinación o contener comportamientos oportunistas, tienden a dejar intacta la estructura de poder que privilegia a acreedores institucionales del norte global y a foros jurídicos centrales frente a deudores soberanos periféricos, empresas altamente expuestas y hogares vulnerables. De ahí la necesidad de explorar marcos cuasi-concursales transnacionales, principios vinculantes de endeudamiento responsable y mecanismos de participación reforzada de las poblaciones afectadas en los procesos de toma de decisiones sobre reestructuraciones.

Por último, la perspectiva integrada adoptada por el artículo se direcciona hacia una agenda de investigación y de reforma institucional que desborda las divisiones tradicionales entre derecho público y privado, entre derecho interno y derecho internacional económico, e incluso entre regulación financiera y protección social. Entender la deuda soberana, corporativa y de los hogares como partes de un mismo régimen de gobernanza global implica replantear, de manera coordinada y progresiva, los parámetros que hasta ahora son generalmente aceptados. Temas como la autonomía fiscal, los marcos concursales, la regulación prudencial, las políticas de protección de deudores y los instrumentos de rendición de cuentas democrática deben ser rediseñados. Solo a partir de esta mirada de conjunto es posible imaginar una arquitectura de la deuda que no se limite a gestionar crisis recurrentes, sino que contribuya a redistribuir de forma más justa los riesgos y beneficios de la financiación en un orden internacional atravesado por profundas asimetrías de poder.

Lista de Referencias

- Abbott, K. & Snidal, D. (2000). Hard and soft law in international governance. *International Organization*, 54(3), 421–456.
- Aghion, P. & Bolton, P. (1992). An incomplete contracts approach to financial contracting. *Review of Economic Studies*, 59(3), 473–494.
- Ayotte, K. & Skeel, D. (2013). Bankruptcy law as a liquidity provider. *University of Chicago Law Review*, 80(1), 155–190.
- Banco de Pagos Internacionales. (2013). *The pari passu clause in sovereign debt instruments* (BIS Papers No. 72). Bank for International Settlements.
- Banco Mundial. (2006). *Evaluación de la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados (PPME/HIPC)*. Washington, D. C.: Banco Mundial.
- Bantekas, I. & Lumina, C. (2018). *Human rights and the regulation of the debt and credit markets*. Routledge.
- Bassan, F. (2014). La reestructuración de la deuda soberana: fragmentación legal y propuestas de reforma. *Pensar en Derecho*, 8, 87–118.
- Bassett, C. (2017). Africa's next debt crisis: Regulatory dilemmas and radical insights. *Review of African Political Economy*, 44(154), 523–540. <https://doi.org/10.1080/03056244.2017.1313730>
- Battiston, S., Farmer, J. D., Flache, A., Garlaschelli, D., Haldane, A. G., Heesterbeek, H., Hommes, C., Jaeger, C., May, R., & Scheffer, M. (2019). Complexity theory and financial regulation. *Science*, 351(6275), 818–819.
- Bohoslavsky, J. P., & Goldmann, M. (2016). An incremental approach to sovereign debt restructuring: Sovereign debt sustainability as a principle of public international law. *Yale Journal of International Law*, 41, 1- 31 .
- Bohoslavsky, J., & Raffer, K. (Eds.). (2017). *Sovereign debt crises: what have we learned?*. Cambridge University Press.
- Bradlow, D., & Fourie, A. (2017). The operational policies of the World Bank and the International Finance Corporation. *International Organizations Law Review*, 14(1), 1–52.
- Bratton, W. (2004). Pari passu and a distressed sovereign's rational choices. *Emory Law Journal*, 53(3), 823–913.
- Buchheit, L. & Gulati, G. (2010). Responsible sovereign lending and borrowing. *Law & Contemp. Probs.*, 73, 63.

- Buchheit, L. & Zettelmeyer, J. (2014). *Make pari passu great again*. (Working paper).
- Cámara, J. A. (2021). Mecanismos de Reestructuración de Deuda Soberana (MRDS) y cláusulas de Acción Colectiva (CAC'S): Revisión y relación con los intereses de la deuda soberana española. In *Economía, empresa y justicia. Nuevos retos para el futuro* (pp. 1228-1254). Dykinson.
- CEPAL. (2020). *Panorama social de América Latina 2019*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Choi, S., Gulati, M., & Posner, E. (2012). The evolution of contractual terms in sovereign bonds. *Journal of Legal Analysis*, 4(1), 131–179.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2018). *Gobierno corporativo y deuda internacional de empresas latinoamericanas*. Revista CEPAL, 126, 31–60.
- Del Castillo, C. (2012). Reformas constitucionales emprendidas por algunos países de la OCDE en el contexto de la consolidación presupuestaria. *Revista de las Cortes Generales*, 47-144.
- Delich, V. (2016). La reestructuración de la deuda soberana: fragmentación legal a nivel internacional. *Pensar en Derecho*, (8), 87-99.
- Dezalay, Y., & Garth, B. (1996). *Dealing in virtue: International commercial arbitration and the construction of a transnational legal order*. University of Chicago Press.
- Dreher, A. (2006). IMF and economic growth: The effects of programs, loans, and compliance with conditionality. *World Development*, 34(5), 769–788.
- Ellias, J. (2020). The rise of the transaction: An empirical study of debt restructuring techniques. *Columbia Business Law Review*, 2020(2), 567–642.
- Ellias, J. & Lalafaryan, N. (2025). The global law of debt: Corporate debt financing and restructuring in a transnational system. [Working paper / forthcoming law review].
- Esposito, C., Li, Y., & Bohoslavsky, J. P. (Eds.). (2013). *Sovereign financing and international law: The UNCTAD principles on responsible sovereign lending and borrowing*. Oxford: Oxford University Press.
- Fondo Monetario Internacional. (2003). *Propuesta de un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (SDRM)*. Washington, D. C.: FMI.
- Fondo Monetario Internacional. (2007). *Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative—Statistical update*. Washington, D. C.: FMI.
- Fondo Monetario Internacional. (2013). *Caribbean small states: Challenges of high debt and low growth*. Washington, D. C.: FMI.
- Fondo Monetario Internacional. (2019). *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*. Washington, D. C.: FMI.
- Lee, I. (2022). Conditional effect of government debt on household debt. *Applied Economics*, 54(24), 2759–2777.
- Mian, A., Sufi, A., & Verner, E. (2017). Household debt and business cycles worldwide. *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1755–1817.
- Fried, J., & Telman, J. (2011). Covenant-lite lending, agency costs and debt governance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), 60–70.
- G-20. (2020). *G20 Common Framework for Debt Treatments beyond the DSSI*.
- Gago, V., & Cielo, C. (2020). Covid-19, instituciones financieras internacionales y continuidad de las políticas androcéntricas en América Latina. *Revista Estudos Feministas*, 28(3), 1–15.
- Gallagher, K. (2015). *Ruling capital: Emerging markets and the reregulation of cross-border finance*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Gelpern, A. (2014). A sensible step to mitigate sovereign bond dysfunction. *Capital Markets Law Journal*, 9(3), 344–359.
- Gelpern, A. (2014). A skeptic's case for sovereign bankruptcy. *Houston Law Review*, 50(4), 1095–1136.
- Gelpern, A. (2014). Sovereign damage control. *Houston Law Review*, 52(1), 1–58.
- Gelpern, A. (2016). Sovereign debt: Now what? *Yale Journal on Regulation*, 33(2), 331–370.
- Ghiotto, L. (2020). Prestamista, garante y deudor: El FMI en América Latina y el Caribe en la década posterior a la crisis financiera. *Revista de Estudios e Pesquisas sobre as Américas*, 14(2), 1–27.
- Goldmann, M. (2012). Sovereign Debt Crises as Threats to the Peace: Restructuring under Chapter VII of the UN Charter?. *Goettingen J. Int'l L.*, 4, 153.
- Goldmann, M. (2018). Public and private authority in a global setting: The example of sovereign debt restructuring. *Indiana Journal of Global Legal Studies*, 23(2), 331–363.
- González García, C. (2021). "Planteamientos sobre la regulación de la insolvencia soberana". *Revista de Derecho Económico* (Universidad de Chile), 78, 1–34.

- Graeber, D. (2011). *Debt: The first 5,000 years*. New York, NY: Melville House.
- Gulati, G. & Gelpern, A. (2009). Innovation after the revolution: Foreign sovereign bond contracts since 2003. *Capital Markets Law Journal*, 4(1), 85–103.
- Gulati, M. & Gelpern, A. (2009). Innovations in sovereign debt restructuring: From Argentina to Greece. *Journal of International Banking Law and Regulation*, 24(11), 1–12.
- Gulati, M. & Rogoff, K. (2013). *Sovereign debt in the dock*. (Working paper).
- Gulati, M. & Scott, R. (2013). *The three and a half minute transactional lawyer: Prime and the creation of the modern international sovereign bond contract*. Columbia Law and Economics Working Paper.
- Guzman, A. & Meyer, T. (2010). International soft law. *Journal of Legal Analysis*, 2(1), 171–225.
- Guzmán, M., & Heymann, D. (2015). The IMF debt sustainability analysis: Issues and problems. *Journal of Globalization and Development*, 6(2), 387–404.
- Guzman, M., Ocampo, J. & Stiglitz, J. (2016). *Too little, too late: The quest to resolve sovereign debt crises*. New York: Columbia University Press.
- Hart, O. & Moore, J. (1998). Default and renegotiation: A dynamic model of debt. *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 1–41.
- Hernández, F. (2013). La fábrica del hombre endeudado: Ensayo sobre la condición neoliberal de endeudado. *Revista Colombiana de Sociología*, 36(2), 197–214.
- Hockett, R. & Omarova, S. (2021). *The finance franchise*. Oxford University Press.
- Humphrey, C. (2011). Barter and economic disintegration. En D. Graeber (Ed.), *Debt: The first 5,000 years* (cap. 2). New York, NY: Melville House.
- IMF, & World Bank. (2018). *The joint World Bank–IMF debt sustainability framework for low-income countries*. International Monetary Fund / World Bank.
- IMF. (2023). *Global financial stability report*. International Monetary Fund.
- International Capital Market Association. (2014). *Standard aggregated collective action clauses (CACs) and pari passu clause for the terms and conditions of sovereign notes*.
- International Capital Market Association. (2014). *Standard aggregated collective action clauses (CACs) for the terms and conditions of sovereign notes, and standard pari passu clause*. ICMA.
- International Capital Market Association. (2014). *Standard collective action and pari passu clauses for the terms and conditions of sovereign notes*.
- International Monetary Fund (2019). *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*. Washington, D. C.: FMI.
- International Monetary Fund, & World Bank. (2018). *Guidance note on the Bank-Fund debt sustainability framework for low income countries*. Washington, DC: International Monetary Fund / World Bank.
- International Monetary Fund. (2013). *Sovereign debt restructuring—Recent developments and implications for the Fund's legal and policy framework*.
- International Monetary Fund. (2014). *Global financial stability report: Moving from liquidity- to growth-driven markets*. International Monetary Fund.
- International Monetary Fund. (2014). *Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring* (IMF Policy Paper). Washington, DC: IMF.
- International Monetary Fund. (2023). *IMF conditionality* (Factsheet). Washington, DC: International Monetary Fund.
- James, S. (2021). *The asset economy: Property ownership and the new logic of inequality*. Polity Press.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Lapatza, J. (1967). Análisis jurídico de la deuda pública. *Revista de Administración pública*, (53), 131–228.
- Lastra, R. (2018). Soft law and sovereign debt. En R. M. Lastra & J. H. Shen (Eds.), *Sovereign debt management* (cap. X).
- Latindadd. (2021). *Mujeres, deuda y desigualdades de género*. Red Latinoamericana por Justicia Económica y Social.
- Lazzarato, M. (2011). *La fábrica del hombre endeudado. Ensayo sobre la condición neoliberal*. Buenos Aires: Amorrortu.
- Lee, I. (2022). Conditional effect of government debt on household debt. *Applied Economics*, 54(24), 2759–2777.
- Levitin, A. (2020). The new corporate reorganization: Private workouts and public law. *Harvard Business Law Review*, 10(1), 1–60.

- Lorenzini, M. (2018). La economía política de las crisis de deudas soberanas: el estado actual del debate en torno a los mecanismos de reestructuración. *Comentario Internacional (UASB)*, 18, 103–132.
- Lorenzini, M. (2019). El discurso de la gobernanza como legitimador de las élites financieras en el campo de las reestructuraciones de deuda soberana. *Revista de Sociología e Política*, 27(70), 1–21.
- Lukonga, I. (2002). Enfrentando la crisis. *Finanzas & Desarrollo*, 39(4), 22–25.
- Manzo, A. (2021). Condiciones institucionales que posibilitan la existencia de los “fondos buitres”: la dilución del principio de inmunidad soberana en el caso NML vs Argentina. *Ius et praxis*, 27(3), 261–280.
- Mian, A., Sufi, A. & Verner, E. (2017). Household debt and business cycles worldwide. *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1755–1817.
- Mordecki, G. (2020). “Las reglas fiscales y la Constitución uruguaya”. *Revista de la Facultad de Derecho (Udelar)*, 48, 1–29.
- Morgan, G. (2008). Market formation and governance in international financial markets: The case of OTC derivatives. *Human Relations*, 61(5), 637–660.
- Nelson, J. (2009). Ethics, evidence and international debt. *Journal of Economic Methodology*, 16(2), 175–189. <https://doi.org/10.1080/13501780902940760>
- New York City Bar Association. (2015). *Governing law in sovereign debt*. New York: New York City Bar. <https://www2.nycbar.org/pdf/report/uploads/20072390-GoverningLawinSovereignDebt.pdf>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2025). *Higher and more expensive sovereign and corporate debt: Risks to investment and growth*. París: OCDE.
- Páez, A. (2019). “«Votas pero no eliges»: la democracia y la crisis de la deuda soberana en la eurozona”. *Recerca. Revista de pensament i anàlisi*, 24(1), 73–98.
- Park, D., Lee, J. W. & Shin, K. (2018). *Household debt, corporate debt, and the real economy: Some empirical evidence* (ADB Economics Working Paper Series No. 567). Asian Development Bank. <https://www.adb.org/publications/household-debt-corporate-debt-real-economy>
- Park, D., Shin, K. & Tian, S. (2022). Household debt, corporate debt, and the real economy: Some empirical evidence. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(5), 1474–1490. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1895114>
- Pistor, K. (2013). A legal theory of finance. *Journal of Comparative Economics*, 41(2), 315–330.
- Pistor, K. (2019). *The code of capital: How the law creates wealth and inequality*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Roberts, M. (2019). Corporate debt, fiscal stimulus and the next recession. *International Journal of Political Economy*, 48(3), 201–223.
- Roe, M. (2011). The derivatives market’s payment priorities as financial crisis accelerator. *Stanford Law Review*, 63(3), 539–590.
- Sarpong, P. & Deodutt, J. (2019). Legal theory of finance: Evidence from global financial networks. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1593071.
- Seabrooke, L. & Wigan, D. (2016). Powering ideas through expertise: Professionals in global tax battles. *Journal of European Public Policy*, 23(3), 357–374.
- Shaffer, G. & Pollack, M. (2010). Hard vs. soft law: Alternatives, complements, and antagonists in international governance. *Minnesota Law Review*, 94, 706–799.
- Skeel, D. (2014). What’s good for General Motors: Making bankruptcy safe for secured credit in a world of covenant lite loans. *University of Illinois Law Review*, 2014(5), 1643–1676.
- Standing, G. (2011). *The precariat: The new dangerous class*. London: Bloomsbury Academic.
- Stiglitz, J. E., & Guzmán, M. (2015). A principled approach to restructuring sovereign debt. *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), 1–22.
- Stiglitz, J. & Guzmán, M. (2016). A soft law mechanism for sovereign debt restructuring. En M. Guzmán, J. A. Ocampo, & J. E. Stiglitz (Eds.), *Too little, too late: The quest to resolve sovereign debt crises* (pp. 324–356). New York: Columbia University Press.
- Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2007). *Debt defaults and lessons from a decade of crises*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Turner, S., Fuchs, B., & Hanel, R. (2012). *Crises in complex financial systems*. World Scientific.
- Turner, S., Fuchs, B., & Hanel, R. (2012). Financial networks and systemic risk. In J.-P. Fouque & J. A. Langsam (Eds.), *Handbook on systemic risk* (pp. 663–702). Cambridge University Press.
- Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.

Titelman, D., & Uthoff, A. (2008). La reestructuración de la deuda soberana. *El Trimestre Económico*, 75(300), 753–792.

UNCTAD. (2012). *Principles on promoting responsible sovereign lending and borrowing*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.

UNCTAD. (2015). *Roadmap and guide for sovereign debt workouts*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.

UNCTAD. (2021). *Debt and development finance report*. Geneva: UNCTAD.

United Nations. (2015). *Transforming our world: The 2030 Agenda for Sustainable Development*. UN General Assembly Resolution A/RES/70/1.

United Nations. (2019). *Financing for sustainable development report 2019*. Nueva York: United Nations.

Vitali, S., Glattfelder, J. B., & Battiston, S. (2011). The network of global corporate control. *PLoS ONE*, 6(10), e25995.

Vreeland, J. R. (2003). *The IMF and economic development*. Cambridge: Cambridge University Press.

Waibel, M. (2011). *Sovereign defaults before international courts and tribunals*. Cambridge University Press.

Waibel, M. (2011). *Sovereign defaults before international courts and tribunals*. Cambridge University Press.

Weidemaier, M. (2014). Sovereign immunity and sovereign debt. *University of Illinois Law Review*, 2014(1), 67–114.

Weidemaier, M., Gulati, M. & Gelpern, A. (2013). Innovations in sovereign bond contracts: Collectively action clauses. *International Financial Law Review*, 32(4), 1–7.

Weidemaier, W. (2014). Sovereign immunity and sovereign debt. *University of Illinois Law Review*, 2014(1), 67–114.

Weidemaier, W., Gulati, M., & Gelpern, A. (2013). A people's history of collective action clauses. *Virginia Journal of International Law*, 54(1), 51–95.

Wood, P. (2020). Choice of governing law for bonds. *Capital Markets Law Journal*, 15(1), 3–23.

Wood, P. (2020). *Conflict of laws and international finance* (2nd ed.). Sweet & Maxwell.

World Bank. (2022). *World Development Report 2022: Finance for an equitable recovery*. World Bank.

Wynter, B., & Alleyne, T. (2014). Sovereign debt restructuring in Jamaica. *Caribbean Journal of International Relations & Diplomacy*, 2(3), 45–63.

Zandstra, D. (2017). New aggregated collective action clauses and evolution in the restructuring of sovereign debt securities. *Capital Markets Law Journal*, 12(2), 180–203.

Zandstra, D. (2020). The 'Great Game' of sovereign debt restructuring: Solving the holdout problem. *UCL Journal of Law and Jurisprudence*, 9(1), 1–38.

Zuboff, S. (2019). *The age of surveillance capitalism: The fight for a human future at the new frontier of power*. New York: PublicAffairs.