

ANÁLISIS DE LA RESOLUCIÓN DEL DEFAULT DE ARGENTINA DE 2001¹

Martín Guzmán*

RESUMEN

Al default de la Argentina en el 2001, le siguió una compleja reestructuración de deuda, la cual incluyó una larga disputa legal con los llamados “fondos buitres” y otros acreedores holdout. La resolución completa de la deuda soberana llevó casi 15 años. Este artículo examina todo el proceso de reestructuración; describe las estrategias utilizadas por deudores y los tenedores de bonos, las implicancias económicas locales de la reestructuración y las características de las disputas legales; y analiza también las implicancias de la resolución de default para el funcionamiento de los mercados de deuda soberana.

Palabras clave: Crisis de deuda, Argentina, Reestructuración

ABSTRACT

Argentina's 2001 default was followed by a complex debt restructuring that included a long legal dispute with so-called “vulture funds” and other holdout creditors. The full resolution of the sovereign default took almost 15 years. This paper examines the whole restructuring process. It describes the strategies followed by the debtor and the bondholders, the domestic economic implications of the restructuring and the characteristics of the legal disputes. It also analyzes the implications of the default resolution for the functioning of sovereign lending markets.

Key words: Debt Crisis, Argentina, Restructuring

¹ Este artículo fue originalmente publicado en inglés por el Centre for International Governance Innovation (CIGI Paper No. 110, Copyright © 2016). La traducción fue realizada por Mariela Aguirre.

*Columbia University – IIEP-BAIRES(UBA-CONICET) – CIGI

Código JEL: F34, G01, H12, H63

I. Introducción

En diciembre del 2001, Argentina incurrió en una cesación de pagos de deuda. La decisión ocurrió en el contexto de una profunda crisis social y económica que había sido precedida por un experimento que duró una década y que incluyó grandes reformas alineadas con los principios del Consenso de Washington. Las reformas vinieron de la mano de promesas de un aumento significativo en la riqueza del país que no se terminaron realizando. Al momento del default, el PBI de Argentina estaba cayendo de manera abrupta; la caída desde el principio de la recesión en 1998 hasta la entrada en default fue del 15,7%, y desde 1998 hasta el 2002 la disminución acumulada fue del 19,9%. La tasa de desempleo trepó al 21,5% y la tasa de pobreza alcanzó un pico histórico por encima del 45%.² Continuar cumpliendo con los servicios de la deuda pública en su totalidad habría implicado mayores ajustes fiscales que hubieran deprimido la economía aún más - y eso, en cualquier caso, habría hecho que el pago total de la deuda se volviera eventualmente algo irrealizable. La sociedad argentina no lo toleró. En medio de protestas sociales y enfrentamientos entre los manifestantes y la policía, el presidente electo renunció. El pago total no era ni política ni económicamente posible, un hecho que había sido admitido por acreedores que habían estado exigiendo primas con altas tasas de interés.

El proceso de reestructuración que siguió fue posiblemente el más complejo y el más comentado en la historia de las reestructuraciones de deudas soberanas. Generó varias controversias y opiniones variadas sobre el significado del caso, que fueron desde reclamos iniciales por parte de académicos influyentes estableciendo que el caso de Argentina sugería que "los deudores deshonestos, más que los acreedores deshonestos, son los que representan una mayor amenaza para la integridad y eficiencia de la arquitectura financiera internacional" (Porzecanski 2005, 331), a "[La reestructuración de Argentina es] en la mayoría de las dimensiones un

2 De acuerdo con los cálculos del Centro de Estudios Distributivos, Laborales y Sociales (CEDLAS), la tasa de pobreza urbana de USD 4 por día para personas alcanzó un pico de 45,5% en 2002 (ver <http://sedlac.econounlp.edu.ar/eng/statistics.php>). De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística de la Argentina, la tasa de pobreza urbana para personas alcanzó un pico del 57,4% en el 2002 (ver www.indec.gov.ar/el-indec_eng.asp).

ejemplo de libro sobre cómo hacer un canje” (Sturzenegger y Zettelmeyer 2005, 10). Mucho ha sucedido desde esas declaraciones tempranas: las opiniones evolucionaron, pero los desacuerdos todavía persisten en varios frentes. Este artículo brinda un análisis detallado sobre la resolución de la crisis e intenta aclarar algunas controversias importantes que este proceso disparó. Este no es un episodio de reestructuración de deuda aislado, sino un caso que despierta preguntas de carácter general sobre el funcionamiento de los mercados de préstamos soberanos. El análisis de sus complejidades es importante para comprender características clave sobre los mercados de préstamos soberanos, desde las consecuencias de la falta de marcos adecuados para la reestructuración de deuda soberana, a las implicancias de la victoria obtenida por un grupo denominado fondos buitres.

La Argentina siguió una estrategia de reestructuración inusual: a diferencia de muchos países deudores, el país buscó un alivio de la deuda inicial alto que llevó a una recuperación prolongada de la sostenibilidad de la deuda, la cual, a su vez, fue una condición clave para la espectacular recuperación que se experimentó luego de la crisis de 2001. Y la reestructuración también incluyó como elemento novedoso los cupones atados al PIB, de modo tal que si el país crecía más, los tenedores de bonos recibirían más. Los acreedores, y posteriormente los tribunales de Estados Unidos, se opusieron con vehemencia a la estrategia seguida por el gobierno argentino.

Por el año 2010, el país había llegado a un acuerdo con el 92,4% de sus tenedores de bonos defaulteados. Entre los que no llegaron a un acuerdo, los *holdouts*, había un grupo de fondos de cobertura con sede en Nueva York que se especializa en comprar deudas desvalorizadas y en explotar vericuetos legales para obtener retornos que no están en proporción con la expectativa de recupero implícita de un bono en situación de default – los llamados *fondos buitres*. Estos fondos compraron bonos impagos de la Argentina, litigaron en los tribunales de Nueva York (la jurisdicción bajo la cual se emitieron varias de las deudas impagas de la Argentina) exigiendo el pago completo de los mismos. Y ganaron. El fallo generó un debate intenso entre los académicos, facultativos y actores políticos, así como también enormes controversias sobre la naturaleza de las actividades de estos fondos de cobertura.

El fallo también incluyó una poderosa medida cautelar que le prohibió al país poder hacer efectivo el pago a los tenedores de bonos reestructurados hasta que le pagara a los bonistas *holdouts* en su totalidad, y también estipuló que penalizaría a cualquier institución que ayudara a la Argentina a pagarle a los bonistas reestructurados, sin importar desde qué lugar del mundo operasen aquellas instituciones.

Los fondos buitres habían comprado la mayor parte de los bonos después de que el país entrara en default, a precios tan bajos como de 10 centavos de dólar.³ Y una gran proporción de los bonos fueron comprados luego de la primera ronda de reestructuración, en su mayor parte en el 2008. Los litigantes reclamaron el pago completo de principal e intereses (el cual, en una serie particular, estaba indexado a la prima de riesgo país, y en todos los casos eran lo suficientemente altos como para contemplar el riesgo de entrar en default en el momento en que los bonos se emitieron), y hasta reclamaron que se les pagase la tasa de interés anual compensatoria previa al fallo del 9% por el no repago en término. La victoria que obtuvieron en los tribunales de los EE.UU. generó retornos exorbitantes (ver detalles en el apéndice).

Las grandes inequidades que resultaron entre los acreedores generaron preocupación en la comunidad internacional. Diferentes actores de gran influencia abordaron el problema desde diferentes ángulos, en todos los casos intentando resolver el potencial riesgo moral severo que esta resolución podía implicar. La preocupación era que la gran disparidad en los retornos entre los tenedores de bonos de canje y los *holdouts* incentivaría el comportamiento de tipo *holdout* en reestructuraciones futuras. De hecho, en las disputas legales entre Argentina y los tenedores de bonos de los *holdouts*, aquellos que no participaron en la reestructuración y que tampoco

3 Por ejemplo, NML Capital pagó 10 centavos de dólar por las compras de la serie "Bonos Globales, 11,375% dólares de los EE.UU. con vencimiento en el 2017" realizadas el 5 de diciembre de 2008; 11 centavos de dólar por las compras de la misma serie realizadas el 2 de enero de 2009; 10,5 centavos de dólar por las compras de la serie de "Bonos Globales, 12,25% dólares de los EE.UU. con vencimiento en el 2018" realizadas el 10 de diciembre de 2008; 17,5 centavos de dólar por las compras de la misma serie realizadas el 5 y el 11 de noviembre del mismo año; 35,5 centavos de dólar por las compras de la serie FRAN (bono con tipo de interés variable) el 16 de octubre de 2008 (serie que vencía en 2005, y por la cual se les pagó un interés que incluyó el riesgo país - riesgo que, de acuerdo con la fecha de compra, NML nunca tuvo que soportar). Hay muchos ejemplos como éstos.

litigaron (un grupo que recibió el nombre de “yo también”), recibieron los mismos términos que aquellos estipulados por los fallos de los tribunales de los EE.UU. en favor de los fondos buitres, al haber el Juez Thomas P. Griesa del Tribunal de Distrito del Distrito Sur de Nueva York hecho extensivo el fallo al grupo anterior; por lo tanto, el caso confirmó la expectativa de que en un proceso de reestructuración, bastaría con no aceptar ingresar a un canje de deuda, dejar que un fondo buitre litigue y después esperar recibir el mismo trato que aquel que litigó. El problema que esto genera es que si muchos siguen esa misma estrategia, sería imposible para el deudor en situación de deudas insostenibles poder finalizar una reestructuración. La implicancia es que los países no podrían reestablecer la sostenibilidad de la deuda o, más generalmente, establecer las condiciones para una recuperación económica.

Luego de la victoria de los fondos buitre, el Fondo Monetario Internacional (FMI), las Naciones Unidas, la Asociación de Mercados Capitales Internacional (ICMA, por sus siglas en inglés) y el Tesoro de EE.UU. se involucraron en el debate sobre cómo mejorar el esquema para la reestructuración de la deuda soberana. La ICMA, con el apoyo del FMI, sugirió un nuevo lenguaje para los contratos de deuda que le dificultaría a los fondos buitre continuar con su negocio - en particular, la ICMA sugirió una fórmula para agregar cláusulas de acción colectiva (CACs) que facilitarían el compromiso de las minorías, y una aclaración de la cláusula de *pari passu*. A su vez, las Naciones Unidas lanzaron un proceso para crear un marco formal multinacional para la reestructuración de deudas soberanas que resultó en la aprobación de un conjunto de principios. Estos principios recibieron el apoyo de una vasta mayoría de los países, con solo seis países votando en su contra - países que son muy importantes en el marco financiero internacional: los Estados Unidos, el Reino Unido, Canadá, Alemania, Japón e Israel.

El caso también recibió mucha atención por parte del mundo académico, no solo en forma de ensayos formales, sino también en blogs académicos, un área en donde se vieron muchos de los escritos más interesantes. La cantidad de comentarios es tan grande que en una búsqueda se perderían muchas contribuciones importantes. Algunas de las contribuciones

más valiosas desde el punto de vista legal pueden encontrarse en varios comentarios de Anna Gelpern⁴ y Mark Weidemaier.⁵ A criterio del autor, Juan José Cruces y Tim Samples (2016) es el análisis más completo sobre los elementos del litigio con los *holdouts*. Muchos elementos importantes del proceso de reestructuración han sido analizados en Amrita Dhillon et al. (2005), Marcus Miller y Dania Thomas (2007), Federico Sturzenegger y Jeromin Zettelmeyer (2005) y Eduardo Basualdo et al. (2015). Martin Guzman y Joseph Stiglitz han ofrecido varios comentarios sobre la evolución de la saga y sus implicancias económicas.⁶

Este artículo ofrece una descripción y un análisis detallado de todo el proceso de reestructuración. Se enfoca en sus consecuencias para la economía global y en el significado de las diferentes acciones, elementos y eventos que se vieron involucrados en el proceso. Se aclara que el artículo no pretende ahondar en el grupo de asuntos legales complejos que recibieron mucha atención mientras que la saga evolucionaba.⁷

El resto del artículo está organizado de la siguiente manera. La segunda sección describe brevemente los eventos que llevaron al país al default en 2001. Esta sección ofrece un análisis simplificado de las dinámicas económicas que el país experimentó en la década previa al default, junto con un grupo de referencias para aquellos lectores que estén interesados en profundizar el análisis. Comprender las dinámicas previas al default es importante porque muestra que los problemas de deuda surgieron no solo como consecuencia de la falta de disciplina o por el optimismo excesivo por parte del deudor, sino también del deseo de los acreedores de prestar, luego de que el país adoptase un conjunto de reformas a principios de 1990. La tercera sección describe el desempeño macroeconómico de Argentina en los años siguientes al default, y analiza la relación entre el desempeño y la reestructuración. La cuarta sección analiza los elementos de las ofertas de Argentina de 2005 y 2010. Las disputas legales en los tribunales de los

4 Ver www.creditslips.org/creditslips/GelpernAuthor.html.

5 Ver www.creditslips.org/creditslips/WeidemaierAuthor.html.

6 Ver <https://www.project-syndicate.org/columnist/martin-guzman>.

7 Para un análisis de estos temas, ver, por ejemplo, los comentarios citados de Gelpern y Weidemaier, así como los de Buchheit, Gulati y Tirado (2013), Buchheit y Pam (2004), Olivares-Caminal (2009), Weidemaier, Scott y Gulati (2013) y Chodos (2016), entre muchos otros.

EE.UU. se describen en la quinta sección. La sexta sección analiza también las implicancias de la resolución del evento para el funcionamiento de los mercados de préstamo soberano. La séptima sección concluye el artículo.

II. El camino a la crisis por default del 2001

El default del 2001 fue el final de un experimento económico que fue un fracaso. El experimento empezó en 1990. La década previa había presentado otro fracaso de coordinación del sistema económico que resultó en largos períodos de alta inflación y explosiones cortas pero destructivas de hiperinflación. Un gobierno elegido en 1989 dirigió un proceso de grandes reformas económicas, caracterizadas por los principios del Consenso de Washington (tales como la liberación financiera y comercial, y la privatización de las empresas públicas), así como la implementación de un sistema de convertibilidad que ató a la moneda local al dólar estadounidense.

Se suponía que las reformas generarían un crecimiento significativo en la productividad, según sus defensores. Como respuesta, tanto el sector público como el privado aumentaron sus niveles de gasto, lo cual, a su vez, llevó al proceso de endeudamiento. Este era un juego de dos caras: los acreedores internacionales también creían en las virtudes de este nuevo sistema, e inicialmente estaban dispuestos a prestar a tasas de interés bajas.⁸

En 1995, la crisis Tequila (el nombre que se le dio a la crisis monetaria en México) demostró ser un desafío para el sistema monetario rígido de Argentina, pero el país pudo lidiar con sus efectos. Esto reforzó la fe en la capacidad que tenía el sistema de absorber los shocks, y aumentó los costos por abandonarlo en el futuro cercano.⁹ Luego de esta explosión de inestabilidad, el PIB continuó creciendo los siguientes dos años. En 1998, el presidente de Argentina, Carlos Menem, fue invitado a participar de la conferencia anual del FMI para hablar del *milagro* de la Argentina: Argentina se había convertido en el caso emblemático del FMI.

⁸ El *spread* de la deuda de Argentina disminuyó hasta 1995 cuando cayó por debajo de 83 EMBI+ (Indicador de Bonos de mercados emergentes) puntos base, y aumentó desde entonces hasta pasado el default del 2001.

⁹ Ver Fanelli y Heymann (2002) para un análisis más extenso sobre este tema.

Pero el país no se volvió más rico. La liberalización del comercio llevó a la exclusión del mercado laboral de parte de la fuerza laboral menos calificada, la cual no pudo ser absorbida por el sector con la ventaja comparativa estática (el sector agropecuario), en un contexto de creciente desindustrialización. Los perdedores con estas políticas de comercio no fueron compensados. Hubo un gran aumento del desempleo y de la informalidad laboral. La liberalización financiera volvió al sistema más inestable, no más eficiente. En muchos casos, la privatización de las empresas públicas no estuvo asociada a ganancias en eficiencia. En términos generales, los aumentos en productividad que sostendrían los mayores niveles de consumo mientras que al mismo tiempo otorgarían los recursos para pagar la totalidad de la deuda, no se materializaron.

En 1998 comenzó una recesión. En 1999, un nuevo gobierno fue elegido, pero la estrategia económica se mantuvo igual. El desempleo, la pobreza y la subutilización del capital se dispararon.¹⁰ El gobierno trató de defender la paridad cambiaria reiteradas veces. En un régimen de demanda restringida con incapacidad de ejecutar una política monetaria expansiva, el gobierno se involucró en experimentos de austeridad fiscal, bajo el “consejo” y presión del FMI.¹¹ La recesión empeoró y se convirtió en una depresión. A fines del 2001, en un intento desesperado por frenar la fuga de capitales, el ministro de economía decidió congelar los depósitos bancarios (el llamado *corralito*). La clase media no lo toleró, y el gobierno cayó: El Presidente Fernando de la Rúa renunció en medio de tensiones sociales extremas. En los siguientes 10 días, el país evidenció la sucesión de cinco presidentes distintos. El último día del 2001, el país entró en default de un stock de deuda soberana de USD 81,3 mil millones¹² contraída con acreedores privados (el default de deuda soberana más grande hasta el momento) y abandonó el sistema de convertibilidad. Esto marcó el principio

10 La utilización de la capacidad instalada llegó a caer por debajo del 50% en el primer trimestre del 2002, de acuerdo con los datos del Ministerio de Economía de la Argentina.

11 Luego, el FMI hizo un *mea culpa* sobre su papel en la crisis de Argentina, reconociendo, hasta cierto punto, que su enfoque estuvo errado (FMI, 2004).

12 Todas las cifras están en dólares estadounidenses.

de un nuevo régimen económico, y también el principio de un complejo proceso de reestructuración de deuda.¹³

Asumiendo que el país podría haber emitido más deuda a lo que era en su momento una tasa de interés conservadora del 12,5% por año, el costo anual de servir la deuda a los acreedores privados hubiera sido de USD 10 mil millones. Sumando el servicio sobre deudas *preferidas*, el costo hubiera superado los USD 12 mil millones.

Esto era casi el 10% del PIB luego de la devaluación. Un superávit primario de este tamaño era claramente imposible desde cualquier punto de vista. Obligar al pago completo en esas condiciones hubiera deprimido la economía aún más, poniendo al país en una trampa de austeridad. En ese momento, el país no tenía otra alternativa más que entrar en default.

III. El desempeño macroeconómico en la era post-default

La sostenibilidad de la deuda es una condición necesaria para la recuperación económica. Forzar al pago por un camino de deuda insostenible solo hace que el asunto se ponga peor tanto para el deudor como para los acreedores que “no están en primera fila” para que se les pague, ya que un deterioro en las perspectivas económicas del deudor hace que disminuyan las posibilidades del pago de la deuda en el futuro. Argentina enfrentó esta dura realidad hasta el default. Las políticas de austeridad fiscal en una situación de recesión en el 2001 solo agravaron la recesión, convirtiéndola en una depresión. Y luego del default, el país fue capaz de utilizar el superávit primario para ejecutar políticas macroeconómicas que eran esenciales para la recuperación. Más tarde, una reestructuración que otorgó un gran alivio de la deuda sostuvo las condiciones favorables.

Pero generalmente el alivio de la deuda no es una condición suficiente para la recuperación. El camino hacia la recuperación por lo general requiere un cambio de la estructura de producción que falló a una más dinámico que pueda abordar las deficiencias económicas que prevalecen antes de una crisis de deuda. Argentina pasó por esa fase. Después de la devaluación, el país siguió una política de tipos de cambio reales compe-

13 Ver Galiani, Heymann y Tommasi (2003), y Frenkel (2002) para un análisis más detallado de las dinámicas macroeconómicas durante el período del sistema de convertibilidad.

titivas (junto con impuestos a la exportación de *commodities* para captar los beneficios de ese sector), en un contexto de condiciones externas favorables. La combinación del alivio de la deuda, los tipos de cambio reales competitivos y efectivamente múltiples, y un ambiente externo benigno llevaron a una recuperación económica notable. En un régimen de demanda restringida, las políticas macroeconómicas expansivas funcionaron; al mismo tiempo, los nuevos precios relativos contribuyeron a la creación de empleos que absorbieron a muchos de los trabajadores que habían sido excluidos de los mercados de trabajo en la década anterior. El desempleo cayó desde el 21,5% en el año del default al 7,9% en el 2008. El PIB real creció por encima del ocho% por año en promedio desde el 2003 hasta el 2008 (año en que comenzó la crisis financiera global). Luego, estas altas tasas de crecimiento económico no pudieron sostenerse - aunque esa es una historia que no está relacionada al proceso de la reestructuración de la deuda soberana, sino a una combinación de mala gestión macroeconómica y a un deterioro de las condiciones externas, por lo menos desde 2011 (ver Damill, Frenkel y Rapetti, 2015; Guzmán y Stiglitz 2016b).

IV. Las primeras dos rondas de la reestructuración: 2005 y 2010

Los gobiernos liderados por el matrimonio de Néstor Kirchner y Cristina Fernández estuvieron a cargo de las primeras dos rondas del proceso de reestructuración de la deuda, respectivamente, y el gobierno a cargo de Mauricio Macri estuvo a cargo de la última ronda.

El default afectó a 150 diferentes bonos, denominados en seis monedas distintas, y emitidas bajo ocho jurisdicciones legales diferentes. Los tenedores de la deuda impaga incluían a inversores minoristas de todas partes del mundo, bancos de inversión y fondos buitre que habían comprado bonos argentinos en mercados secundarios tanto antes como después del default. Y ninguno de los bonos impagos tenía CACs.

IV.1 La Oferta de Dubái

La primera oferta de canje oficial -la "Oferta de Dubái", presentada en la Asamblea Anual del Banco Mundial y el FMI en Dubái- se realizó en el 2003. La prioridad principal para el diseño de la oferta fue asegurar

la continuidad de la recuperación de la sostenibilidad de la deuda. Argentina prometió ejecutar un superávit primario del 3% del PIB desde el principio del 2004. En el esquema propuesto, la deuda solo podía servirse utilizando el superávit primario - pero no mediante la emisión de nueva deuda. Finalmente, se les pagaría la totalidad de la deuda a los acreedores preferidos. Esto dejaría un residuo del 1% del PIB para pagarle a los acreedores privados, lo que implicaba la amortización del 73% de la deuda elegible de USD 81,84 mil millones a una tasa de interés post-crisis del 5%, y sin reconocimiento del interés adeudado.¹⁴ El país emitiría tres bonos de canje: un bono de descuento con el 75% de descuento sobre el monto y una tasa de interés creciente en un rango de uno al cinco%, y un vencimiento de ocho a 32 años; un bono a la par sin descuento sobre el monto, una tasa fija de interés en el rango de 0,5 al 1,5%, y con un vencimiento de 20 a 42 años; y un bono casi a la par con 30% de descuento sobre el monto, una tasa fija de interés en el rango de uno a 2%, y un vencimiento de 8 a 32 años. Los acreedores rechazaron la oferta.

IV.2 La Oferta de Buenos Aires

La siguiente ronda fue la "Oferta de Buenos Aires", propuesta en enero de 2005. La oferta de nuevo incluía bonos a la par sin amortización del monto, con vencimiento a 35 años y una tasa de interés anual reducida del 1,33% sobre los primeros cinco años, la cual aumentaría con el tiempo hasta el 5,25%; un bono con descuento con una amortización del 66,3% del monto, con vencimiento a 30 años y una tasa de interés anual de 8,25%; un bono casi a la par para tenedores de bonos locales, emitidos en pesos argentinos ajustados por un indicador de inflación del Índice de Precio del Consumidor (IPC), con vencimiento a 42 años y una tasa de interés anual fija de 3,31%. Además, con cada bono se incluía un *warrant* atado al PIB, cuyas características se describen debajo. Como parte del arreglo, el gobierno argentino prometía alcanzar un superávit anual primario del 2,7% del PBI desde el momento del canje. Esto estabilizaría la deuda pública en términos reales, asegurando que el coeficiente de deuda sobre el PIB caería con

¹⁴ Ver Miller y Thomas (2007) para un análisis más extenso de la oferta.

el crecimiento económico real y el alza del tipo de cambio real. En el 2004, el FMI había propuesto un compromiso más ambicioso del 4,5% del superávit primario, pero el gobierno argentino lo rechazó sobre la base de que perjudicaría la recuperación económica y la sostenibilidad de la deuda.¹⁵

Los bonos de canje incluían CACs, pero solo al nivel de cada serie y sin una fórmula agregada como la sugerida por ICMA en el 2014 (ver ICMA 2014 o Gelpern, Heller y Setser 2016 para más detalles sobre las nuevas CACs).

La tasa de participación fue de 76,15%, equivalente a un canje de USD 62,32 mil millones de los USD 81,84 mil millones de viejos bonos (que incluían un interés adeudado hasta el 31 de diciembre de 2001) por bonos de canje en virtud de los nuevos términos descriptos. El interés adeudado entre el 31 de diciembre de 2001 y el 31 de diciembre de 2003, equivalente a USD 20,72 mil millones, no fue reconocido.

IV.3 Pago Total al FMI

A finales del 2005, el país anunció que pagaría, antes de la fecha de vencimiento, el total de la deuda pendiente de cobro que le había prestado el FMI (USD 9,8 mil millones pagados con reservas extranjeras el 3 de enero de 2006). Este acto fue parte de una estrategia de desendeudamiento y un aumento de autonomía con respecto al FMI.

En años anteriores, durante las primeras fases de las deliberaciones sobre la reestructuración, las negociaciones entre el gobierno de Argentina y el FMI habían sido importantes para formular la propuesta de canje de deuda. El FMI había objetado diferentes términos de la propuesta, pero los términos finales fueron similares a aquellos originalmente propuestos por el gobierno de Argentina (términos que se describirán a continuación). El contexto en el que las interacciones entre el país y el FMI ocurrieron puso a la institución en una posición de relativa vulnerabilidad; debido a la posición del gobierno Estados Unidos, era poco probable ver aumentos en la financiación del FMI por parte aquel país, y el FMI estaba severamente expuesto a Argentina, que era su principal

15 Ver Cooper y Momani (2005) para más detalles.

deudor.¹⁶ El pago de la deuda al FMI por parte de Argentina interrumpió las relaciones entre el país y el Fondo.

IV. 4 El Segundo canje

La tasa relativamente baja de participación requería más rondas de reestructuración si el país quería volver a los mercados de crédito internacionales. La reestructuración se volvió a abrir en el 2010. En el 2005, el país promulgó una ley que le prohibía al gobierno realizar pagos a los bonistas *holdout* (la “Ley Cerrojo”, la cual será analizada a continuación). Esta ley se suspendió para reabrir el canje.

La deuda elegible para la oferta que se realizó en abril de 2010 fue de USD 18,3 mil millones, lo que incluía el interés adeudado. La oferta incluyó tres tipos de bonos: como en la primera ronda, un bono a la par y un bono de descuento; y, además, un bono global emitido en dólares estadounidenses con una tasa de interés anual del 8,75% y con vencimiento en 2017. Cada tipo de bono fue emitido en diferentes series en diferentes monedas y jurisdicciones. El país nuevamente emitió *warrants* atados al PBI con las mismas características de aquellos que habían sido emitidos en el 2005.

El bono a la par no tenía descuento, pero sí una tasa de interés baja (2,5% para la serie en dólares estadounidenses bajo la ley de Nueva York o de Argentina, 2,26% para la serie en euros, 0,45% para la serie en yen y 1,18% para la serie en pesos). En todos los casos la fecha de vencimiento era en el año 2038. La fecha de vencimiento del bono de descuento se fijó para el año 2033, y la tasa de interés era del 8,28% para la serie en dólares estadounidenses (bajo la ley de Nueva York y Argentina), 7,82% para la serie en euros, 4,33% para la serie en yen y 5,83% para la serie en pesos (ajustada por la inflación del IPC).

La participación alcanzó los USD 13,1 mil millones de la vieja deuda

16 En octubre del 2003, la deuda que tenía Argentina con el FMI era de USD 16 mil millones, alrededor del 15% del crédito total del FMI (Wolf 2004, citado en Heilleiner 2005). Eric Helleiner (2005) ofrece un análisis detallado de las características de las negociaciones entre Argentina y el FMI haciendo énfasis en el rol que cumplió la administración de Bush. Andrew F. Cooper y Bessma Momani (2005) también analizan los detalles de los patrones que caracterizaron estas negociaciones, describiendo las tácticas que utilizó Argentina para explotar el rol dual que el FMI tenía que cumplir, tanto como acreedor que pretendía mantener su estatus senior y como coordinador implícito de la relación entre el país y sus acreedores privados.

que fue canjeada por USD 2,1 mil millones en bonos a la par, USD 4,8 mil millones en bonos de descuento y USD 957 millones en el bono global de 2017. Estas cifras implicaban una amortización del valor nominal del 40% y una participación del 70,74% sobre la deuda elegible restante, aumentando la participación total al 92,4%.

IV.5 Bonos atados al PIB

Argentina debía realizar pagos sobre títulos valores vinculados al PIB con respecto a cualquier año de referencia, si las siguientes tres condiciones se cumplían:

- Para el año de referencia, el PIB real actual superaba el denominado PIB base.
- Para el año de referencia, el crecimiento anual del PIB real actual superaba la tasa de crecimiento del PIB base.¹⁷
- La totalidad de los pagos realizados sobre un título valor vinculado al PIB no superaba el tope de pago para ese título valor vinculado al PIB (el tope de pago se fijó en 0,48 por unidad de moneda).

El pago sobre cada unidad se fijó en el cinco% de la diferencia entre el PIB real y el PIB base para cada año de referencia. Los pagos debían calcularse cada año el 1 de noviembre siguiendo el año de referencia correspondiente, comenzando el 1 de noviembre de 2006. El año de referencia era un año calendario, comenzando en el 2005 y terminando en el 2034. El desempeño de estos títulos valores llevó a grandes diferencias entre la quita de deuda *ex ante* y *ex post*. Sin embargo, estos bonos no fueron bien recibidos inicialmente por los participantes del mercado, tal como lo indican sus bajos precios iniciales. Las figuras 1 a 5 muestran la evolución de los precios de bonos atados al PIB para las distintas series (los datos de los precios de cierre diarios son de los Precios Genéricos de Bloomberg). En todos los casos, los precios experimentaron considerables alzas con el tiempo desde los bajos valores iniciales (con la excepción del período en el que estalló la crisis financiera global, cuando los precios cayeron, pero luego se recuperaron nuevamente).

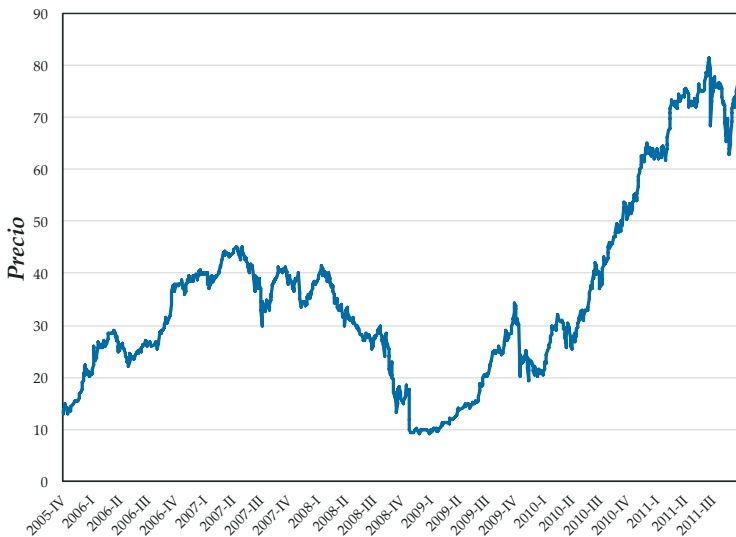
17 El crecimiento del caso base del PBI se fijó en 4,26% para el 2005, 3,55% para el 2006 3,42% para el 2007, 3,3% para el 2008, 3,29% para el 2009, 3,26% desde el 2010 hasta el 2012, 3,22% para el 2013, 3,03 para el 2014 y 3% desde el 2015 hasta el 2034.

Figura 1: Precios de los bonos atados al PIB en ARS\$



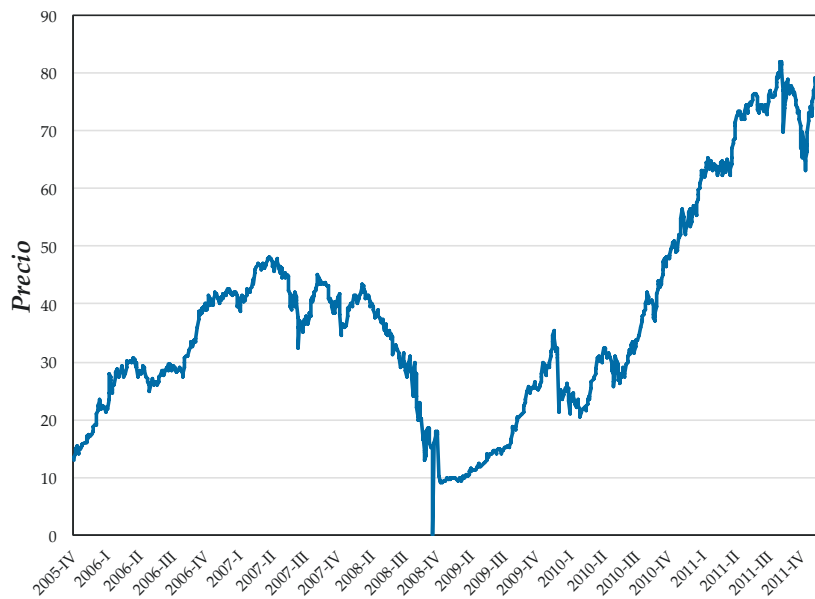
Fuente: Autor

Figura 2: Precios de los bonos atados al PIB en USD (Ley Argentina)

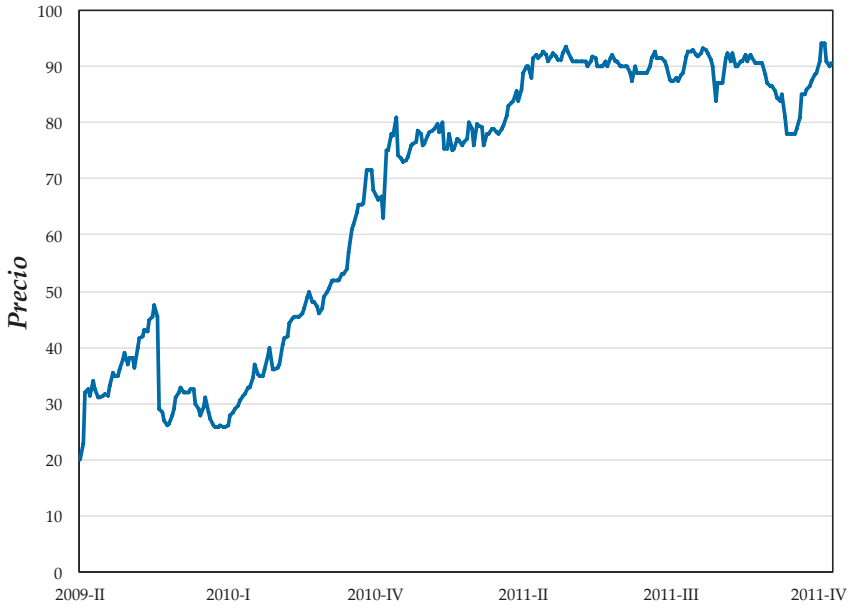


Fuente: Autor

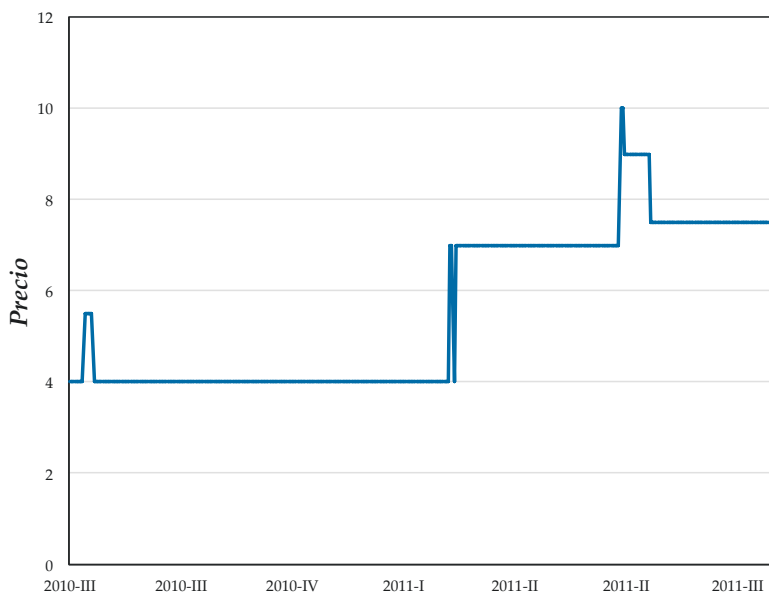
**Figura 3: Precios de los bonos atados al PIB en USD
(Ley de Nueva York)**



Fuente: Autor

Figura 4: Precios de los bonos atados al PIB en Euros (Ley Inglesa)

Fuente: Autor

Figura 5: Precios de los bonos atados al PIB en Yen (Ley Japonesa)

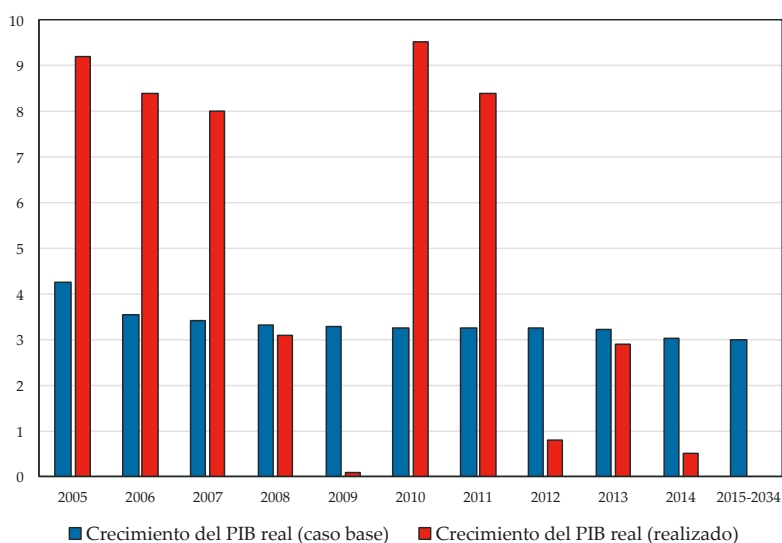
Fuente: Autor

Llegar a un acuerdo en tiempos de recesión puede ser difícil, especialmente cuando los acreedores son optimistas con respecto a las posibilidades de recuperación del deudor, ya que el temor es que el descuento de la deuda termine siendo mayor que aquel que el deudor hubiese podido sostener. Si no se llega a un acuerdo que sea aceptable para las dos partes, por lo general la reestructuración se demora (Dhillon et al. 2006; Ghosal, Miller y Thampanishvong 2016). El gobierno argentino consideró los bonos atados al PIB (previamente defendidos en la literatura por, por ejemplo, Shiller 2003, Borensztein et al. 2004, y más recientemente por Blanchard, Mauro y Acalin 2016), como una manera de evitar el problema. Pero tal como muestran los datos de los precios, había poco entusiasmo del lado de los acreedores con respecto a estos instrumentos. En el acuerdo final, estos representaban solo el 10% del valor inicial del canje.

Sin embargo, esos bonos rindieron sus frutos con creces. La figura 6 compara el crecimiento del PIB base con el crecimiento realizado del PIB

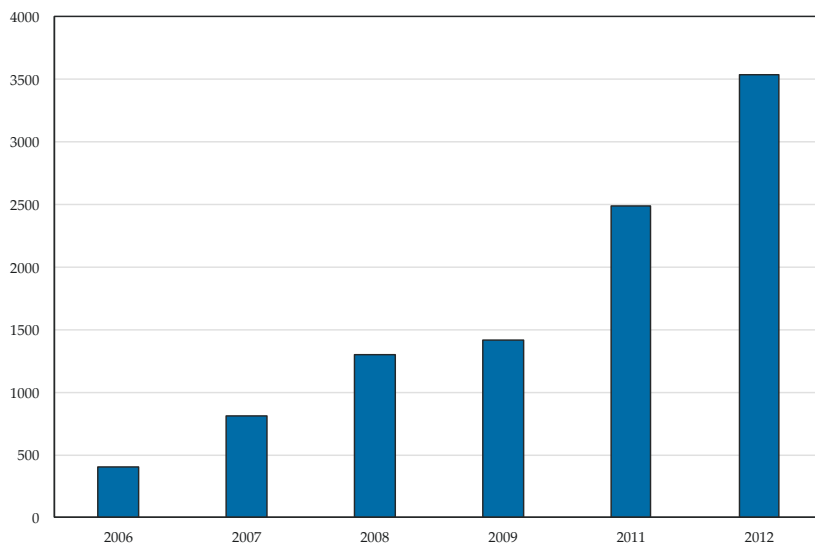
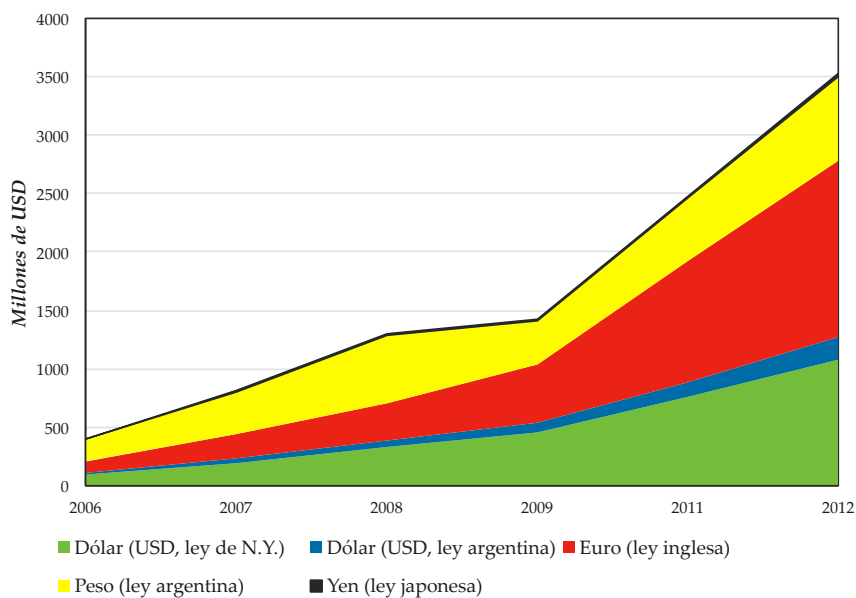
real. Como se mencionó anteriormente, en promedio, el PIB real creció por encima del ocho% desde 2003 hasta el 2008. El crecimiento del PIB real cayó por debajo del base en 2008 luego de que la crisis financiera global estallara, pero superó el umbral del base de nuevo en 2010. Volvió a caer por debajo del umbral en 2012 (y en la actualidad (año 2016) se mantiene en ese estado).

Figura 6: Crecimiento realizado del PIB real y del PIB Base, Argentina



Fuentes: Autor

Aplicando los datos de la figura 6 a la fórmula de los bonos atados al PIB, obtenemos que el país realizó pagos adicionales desde el año de referencia 2005 hasta el año de referencia 2011 de casi USD 10 mil millones. La figura 7 muestra la evolución de los pagos en el tiempo. La figura 8 muestra los pagos desagregados por bonos denominados en dólares estadounidenses (ambos bajo la ley argentina y la de Nueva York), en euros (emitidos bajo la ley inglesa), en pesos argentinos (emitidos bajo la ley argentina) y en yen (emitidos bajo la ley japonesa). Todas las cifras están convertidas a dólares estadounidenses.

Figura 7: Pagos totales de los bonos atados al PIB (en millones de USD)**Figura 8: GDP-linked Warrants Payments per Bond Series (in millions of US\$)**

Fuentes: Autor

IV.6 El valor de la quita de la deuda

No hay una medida obvia para evaluar la profundidad de la reestructuración de la deuda. La literatura ofrece diferentes métodos, todos valiosos, pero con importantes salvedades. Una medida generalmente utilizada es la del *haircut*, que es un indicador de las pérdidas de los acreedores. La otra medida utilizada comúnmente es la reducción del principal, lo que constituye un indicador del alivio de la deuda. La Tabla 1 resume las medidas descritas en esta sección.

Tabla 1: Pérdidas de los Acreedores y Alivio de la Deuda

Concepto	Fórmula	Valor	Pros	Contras
Recorte	1- valor presente de bonos nuevos / valor presente de bonos viejos	0,73 (Cruces y Trebesch 2013)	Indicador de las pérdidas de los acreedores	No refleja el alivio del deudor. Utiliza el mismo factor de descuento para la nueva y para la vieja deuda, posiblemente sobreestimando el valor de la vieja deuda.
Reducción del valor nominal, reestructuraciones en 2005 y 2010	1 - valor nominal de la nueva deuda / valor nominal de la vieja deuda	0,43	Indicador del alivio del deudor	No refleja el valor de las pérdidas de los acreedores No refleja los pagos sobre la deuda contingente No contempla los pasivos en litigio
Reducción del valor nominal, final	1- (valor nominal de la nueva deuda + pagos bonos atados al PIB + pagos a los holdouts) / valor nominal de la vieja deuda	0,205	Indicador del alivio del deudor Incluye el valor de los pagos de los bonos atados al PIB y los pagos a los holdouts.	No refleja el valor de las pérdidas de los acreedores. Refleja los pagos de garantías vinculadas al PBI solo hasta el período de cálculo.

Fuente: Autor

IV.6.A Pérdidas de los acreedores

El *haircut* se define como

$$H=1 - \frac{\text{Valor actual de la nueva deuda } (r)}{\text{Valor actual de la vieja deuda } (r)}$$

donde r es la tasa que prevalece luego del canje. Esta variable no proporciona una medida de alivio para el deudor, sino una aproximación de las pérdidas para los inversores. Sin embargo, este enfoque (introducido por Sturzenegger y Zettelmeyer 2008) no está exento de problemas. Primero, tanto la vieja como la nueva deuda se descuentan a la misma tasa, el rendimiento de salida luego del canje de la deuda. Si la reestructuración es efectiva en recuperar la sostenibilidad, la tasa de interés al día siguiente de la reestructuración debería ser más baja que la del día anterior, ya que es poco probable que la tasa de interés post-reestructuración el valor de recupero esperado previo a la reestructuración. Por lo tanto, utilizar la misma tasa de descuento para computar el valor presente de la nueva y de la vieja deuda posiblemente sobreestime el tamaño de las pérdidas de los acreedores, ya que sobreestima el valor de la vieja deuda. Una medida más acertada para medir las pérdidas de los inversores es la diferencia entre el valor presente del bono nuevo y el precio pagado por el bono viejo, el cual, por lo general, será diferente en diferentes momentos.

Segundo, la medida no refleja el tamaño de las pérdidas *ex post* cuando la reestructuración incluye deuda contingente. Este asunto es particularmente importante en el análisis de la reestructuración de la deuda argentina, ya que los bonos de canje incluían un cupón que estaba relacionado con el crecimiento del PIB.

Cruces y Trebesch (2013) obtienen que el valor del *haircut* en los canjes de la Argentina fue del 73%. Este recorte es relativamente alto cuando se lo compara con otros episodios de reestructuración de deuda soberana.¹⁸ Sin embargo, en muchos de los casos donde el recorte fue más bajo, se

¹⁸ Cruces y Samples (2016) informan que el recorte promedio de todas las reestructuraciones de deudas soberanas desde 1978 hasta 2010 fue del 37%.

necesitó otra reestructuración poco tiempo después.¹⁹ Además, no se debe realizar un juicio sobre si el recorte fue “demasiado grande” sobre la base de una comparación entre países, sino sobre la base de si fue mayor que lo que se necesitaba para alcanzar la sostenibilidad - teniendo en cuenta que el desempeño *ex post* es endógeno en la cantidad de alivio de la deuda. En este sentido, el tamaño del recorte sobre los acreedores privados de Argentina fue consistente con el criterio para asegurar la recuperación de la sostenibilidad, ya que el descuento era compatible con un objetivo alcanzable de un superávit primario sobre el PIB desde el momento de la reestructuración y del pago total a los acreedores preferidos.

Cruces y Samples (2016) muestran que el *haircut ex post* difiere significativamente de esos cálculos iniciales cuando se incluyen los pagos de los bonos atados al PIB - y muestran que los retornos sobre esos bonos fue excepcionalmente grande. Hacen el siguiente ejercicio ilustrativo: suponiendo que en 2005, un bonista *holdout* tuviera una cartera hipotética de lo que en 2010 eran siete de los bonos más litigados, y que canjeó en el 2005 esa cartera por la misma canasta de bonos que el tenedor de bonos reestructurados promedio recibió en el primer canje - una canasta que incluía los bonos atados al PIB, en el 2005 el valor de esa canasta hubiese sido de 37 centavos de dólar. Suponiendo que el bonista *holdout* reinvertió todos los cupones en el mismo título valor año tras año, en el 2015 hubiese reclamado USD 1,33 - es decir, cada *holdout* hubiera tenido 33 centavos más que el valor nominal original, aun habiendo aceptado un descuento inicial sustancial. Curiosamente, invertir USD 1 el 2 de junio del 2005 (el día en que se acordó el primer canje) en un bono del Tesoro de EE. UU. hubiese resultado en el derecho a reclamar USD 1,27 en el mismo día en el año 2015.

IV.6.B Alivio del deudor

Otra forma de medir el tamaño del descuento de la deuda es computando la disminución del valor nominal alcanzado en la reestructuración de la

¹⁹ Guzman (2016) muestra que, desde 1980, el 51% de la reestructuración de deuda soberana con tenedores de bonos privados tuvo a continuación otra reestructuración o entró en default dentro de los cinco años. Además, la evidencia muestra que un alivio de la deuda más profundo está asociado con un mejor desempeño *ex post* (Reinhart y Trebesch 2016).

deuda. Esta medida proporciona un estimado del alivio del deudor, pero no refleja la valuación real de los bonos de los inversores.

Del total de la deuda elegible para la oferta de canje del 2005 y del 2010 de USD 81,8 mil millones, USD 75,5 mil millones se canjearon por una nueva deuda con un valor nominal de USD 43,1 mil millones. Este es un descuento inicial del 43% sobre el valor nominal. Sumando los \$10 mil millones de pagos sobre los bonos atados al PIB, el descuento del valor nominal se disminuye al 30%. Además de todo esto, si le agregamos aproximadamente USD 12 mil millones de pagos a los bonistas *holdout* de acuerdo con el arreglo del 2016 (ver la sección “las Disputas Legales”), la amortización final de la deuda desciende al 20,5%.

IV.6.C Interpretaciones sobre el rol de los bonos atados al PIB

Las interpretaciones sobre si era sensato desde el punto de vista del país emitir bonos atados al PIB varían. Algunos señalan que el canje fue muy costoso para la Argentina en cuanto a los pagos que fueron realizados finalmente; por lo tanto, consideran aquellos, desde este punto de vista, fue un error emitir bonos atados al PIB. Por ejemplo, Sturzenegger y Zettermeyer (2005) concluyen que dada la baja valuación del mercado en el momento de su introducción, puede haber sido un error muy caro haber incluido bonos de crecimiento en el canje. Pero a pesar de que es cierto que Argentina se hubiera beneficiado al recomprar estos bonos cuando los precios eran todavía bajos, este autor considera que el asunto debe ser analizado desde un punto de vista diferente.

Primero, en el momento de la emisión de bonos atados al PIB, había incertidumbre sobre la evolución que experimentaría el PIB del país. No es correcto juzgar una decisión *ex ante* realizada bajo incertidumbre teniendo en cuenta el desempeño *ex post*. Segundo, desde el punto de vista del país, lo que importa es no solo la cantidad de pagos, sino también el asegurar la continuación de la recuperación de sostenibilidad; la distribución de los pagos en el tiempo no es necesariamente menos importante que el valor actual de lo que se paga. Por otro lado, desde el punto de vista de los acreedores, lo que más importa no es cuando se realizan los pagos, sino el valor presente esperado de los pagos. En este caso, el país recibió un gran alivio

cuando más lo necesitaba (es decir, en el momento que había una deficiencia masiva de demanda agregada que requería políticas macroeconómicas expansivas), y pagó más cuando pudo hacerlo.

Finalmente, la reestructuración y sus consecuencias mostraron que los bonos atados al PIB pueden, en la práctica, mejorar la relación entre el monto *ex ante* del alivio de la deuda que el deudor requiere para recuperar la sostenibilidad, y el principio de buena fe que requiere que el deudor pague de acuerdo a su capacidad real - capacidad que puede evolucionar en el tiempo como resultado de la recuperación que le sigue a un proceso de reestructuración positivo.

Sin embargo, el caso de Argentina también muestra que el nuevo riesgo asociado con la emisión de este tipo de deuda contingente puede ser considerable, y costoso para el deudor. Aunque el valor del instrumento contingente deba ser mayor cuando la incertidumbre es más grande, en el caso de Argentina parecía haber una aversión a la complejidad de estos instrumentos que resultó en poco entusiasmo entre los acreedores (la complejidad no necesariamente en cuanto al diseño del bono, sino en cuanto a la naturaleza del instrumento en general). Como se analiza en Olivier Blanchard, Paulo Mauro y Julien Acalin (2016), las emisiones coordinadas de varios países en una mayor escala podrían lograr aminorar esta aversión.

IV.7 Otros Elementos de la Estrategia del Deudor

La reestructuración incluyó un grupo de cláusulas y disposiciones que pretendían evitar el comportamiento de tipo *holdout*. Dos elementos que se volvieron particularmente importantes en la disputa legal con los bonistas *holdout* fueron la Ley Cerrojo y los derechos sobre la cláusula de ofertas futuras (RUFO, por sus siglas en inglés).

IV.7.A Ley Cerrojo

La Ley Cerrojo prohibía reabrir la oferta de canje a los tenedores de bonos no participantes. Algunos argumentaban que la Ley Cerrojo violaba la cláusula *pari passu* porque equivalía a una declaración formal de que los tenedores de bonos de canje pueden ser pagados mientras que los *holdouts* no. Pero tanto los tribunales de distrito como los de segunda instan-

cia se negaron específicamente a limitar su definición de incumplimiento a la Ley Cerrojo.

La Ley Cerrojo era en realidad solo un artículo de una ley más amplia que definía los términos de la reestructuración. La evolución de la saga mostró que había un importante grado de flexibilidad en cuanto a su aplicación. En el 2010, el artículo fue suspendido para reabrir el canje, y en septiembre de 2013 se suspendió nuevamente.²⁰

Este artículo fue la respuesta del gobierno de Argentina a los reclamos influyentes de la prensa que sostenían que el prospecto de los bonos de canje publicado cuando el país iniciaba la oferta de canje del 2005 dejaba abierta la posibilidad a un mejor acuerdo con los *holdouts*. Más específicamente, fue la respuesta del gobierno a un artículo publicado por el *Financial Times* el 14 de enero de 2005, un día después del inicio de la “presentación itinerante” para la oferta de canje de 2005. El artículo básicamente sugería que Argentina podía estar manipulando el lenguaje del prospecto de los bonos de canje para facilitar un posterior acuerdo con los tenedores de bonos del holdout. Comenzaba estipulando que:

Un detalle en los documentos legales que estipulan la oferta de la Argentina de reestructurar USD 100 mil millones de la deuda soberana impaga puede debilitar la estrategia de marketing del gobierno.

En la preparación para la apertura de la oferta de canje de la deuda global de hoy, el gobierno del presidente Néstor Kirchner ha prometido de manera consistente que los inversores que participen en el canje tendrán derecho a cualquier mejora en la oferta gracias a la cláusula del “acreedor más favorecido”.

Pero después denunciaba que:

Sin embargo, un estudio riguroso de un párrafo en el Suplemento del Prospecto, uno de los documentos legales presentados a - y aprobados por - la Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos (SEC), sugiere que el gobierno será capaz de acordar con los tenedores de bonos individuales en una fecha posterior mejores términos sin necesariamente activar la cláusula.

20 Artículo 2 de la Ley N° 26.017 (el artículo conocido como la Ley Cerrojo) fue suspendido el 23 de septiembre de 2015 por la Ley N° 26.886, artículo 7.

Los representantes de los tenedores de bonos dijeron ayer que los inversores que entren al canje ahora podrían encontrarse fuera de unos términos potencialmente más favorables acordados con los tenedores de bonos en una fecha posterior.

[Un] párrafo [del Suplemento del Prospecto] estipula que “Argentina se reserva el derecho, a su absoluta discreción, a comprar, canjear, ofrecer comprar o canjear, o ingresar a un acuerdo con respecto a cualquier Título Valor Elegible que no sea canjeado conforme a la Oferta”.

El párrafo agregaba:

“Los términos de cualquiera de esas compras, canjes, ofertas o acuerdos pueden diferir con los términos de la Oferta.”

El artículo del *Financial Times* continúa:

Fundamentalmente, sin embargo, el fraseo en la oración siguiente omite la palabra “acuerdo.” En cambio, dice: “Los Tenedores de Títulos Valores Nuevos tendrán derecho a participar voluntariamente en cualquier compra, canje, oferta de compra o canje extendido a o acordado con los tenedores de los Títulos Valores Elegibles que no hayan sido canjeados conforme a la Oferta.”

El *Financial Times* ha descubierto que la misma oración en una versión anterior del Suplemento del Prospecto, publicado en diciembre del año anterior como parte del decreto presidencial autorizando el canje de la deuda, contenía la palabra “acuerdo.”

Y concluía:

La pregunta inevitable será por qué la palabra “acuerdo” fue omitida en la oferta si no se contempla acordar con los holdouts en valores más altos. (Thomsonin 2005)

En este contexto, la ley se concibió originalmente como un instrumento de marketing que no era un repudio a la deuda de los holdouts. El Congreso de Argentina finalmente la derogó en marzo del 2016.

IV.7.B La Cláusula RUFO

La cláusula RUFO estipulaba que, si el país hacía una oferta superior *voluntaria* a bonistas *holdout* antes de fines del 2014, debía equipararles la

oferta a los tenedores de bonos de canje. Estaba escrito de la siguiente manera en el prospecto de los bonos de canje de Argentina:

En virtud de los términos de los bonos a la Par, de Descuentos y de Casi a la Par, si luego del vencimiento de la Oferta hasta el 31 de diciembre de 2014, Argentina realiza una oferta de manera voluntaria para comprar o canjear o solicita el consentimiento para modificar algún Título Valor Elegible no ofertado o aceptado conforme a la Oferta, Argentina ha acordado que realizará todos los pasos necesarios para que cada tenedor de bonos a la Par, de Descuentos y de Casi a la Par tenga el derecho, por un período de por lo menos 30 días calendario después del anuncio de dicha oferta, a canjear cualquiera de dichos bonos a la Par, de Descuento o de Casi a la par de los tenedores por una contraprestación en efectivo o en especie recibida en relación a dicha compra u oferta de canje o títulos valores que tengan términos que sean sustancialmente iguales a aquellos que resultan de dicho proceso de modificación, en cada caso de acuerdo con los términos y condiciones de dichas compras, ofertas de canje o procesos de modificación.²¹

Esta cláusula resultó ser un factor importante en la evolución de la saga después de julio del 2014, lo que será analizado a continuación.

IV.7.C Cláusula Pari Passu

La *pari passu* es una cláusula estándar en los bonos soberanos que se supone que asegura un tratamiento equitativo entre los acreedores, pero cuyo significado en la práctica de mercados de préstamo soberano es dudoso. Mark Weidemaier, Robert Scott y Mitu Gulati (2013) lo expresaron de manera concisa: “En el contexto de préstamos soberanos, entonces, es justo decir que nadie sabe realmente lo que significa la cláusula *pari passu*.” El prospecto de los bonos incumplidos de Argentina la incluyó de la siguiente manera: “[l]os Títulos Valores constituirán ...obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la República y deben, en todo momento, clasificar *pari passu* sin ninguna preferencia entre ellas. Las obligaciones de pago de la República de conformidad con los Títulos Valores deben, en todo momento, clasificar al menos equitativamente con

21 /y04567e424b5.htm.

todo otro Endeudamiento Externo no garantizado y no subordinado presente y futuro.”

V. Las Disputas Legales

La reestructuración presentó largas y complejas disputas legales que comenzaron en el 2002, tres años antes de la primera ronda de reestructuración. Durante el primer semestre de 2016 estas disputas llegaron a su fin.

V.1 Fondos Buitres

El proceso de reestructuración incluyó la presencia de fondos de cobertura con base en Wall Street que se especializan en la compra de deuda desvalorizada a precios muy bajos y en la explotación de lagunas en la arquitectura legal — un negocio que en el caso de Argentina resultó en enormes ganancias.

Este grupo de fondos de cobertura incluyó a NML Capital (una subsidiaria de Elliott Management), Aurelius Capital Management, Dart Management, Blue Angel Capital, Bracebridge Capital, Olifant Fund y Montreux Partners. Todos ellos compraron deuda a una fracción de su valor nominal y litigaron reclamando el pago completo - definido como el valor nominal completo más todos los intereses, más una tasa de interés compensatoria por la falta de pago a la fecha de vencimiento. La tasa de interés anual ya incluía una prima de alto riesgo: el rango de las tasas de interés para los bonos en litigio iba desde 9,75% (para los bonos globales en dólares estadounidenses emitidos en septiembre de 1997, con vencimiento en el 2030) hasta 12,375% (para los bonos globales en dólares estadounidenses emitidos en febrero de 2001, con vencimiento en el 2012). Además, una de las series de bonos (la serie FRAN, emitida en abril de 1998, con vencimiento en el 2005) que fue comprada luego del default incluía una tasa de interés variable que estaba atada al riesgo país. Luego del default, el riesgo país se disparó (ver Figura 9) y, como resultado, los pagos anuales de interés contraídos en esa serie aumentaron a 101% antes de la madurez del bono.²²

²² Ver www.srz.com/files/upload/Alerts/2nd_Circuit_Court_of_Appeals_Decision.pdf. El FRAN era un bono con un diseño económico ridículo para el deudor, una forma de anti-seguro, tal que Argentina pagaría más en los malos momentos y menos en los buenos tiempos.

Figura 9: Diferencial en Bonos de Argentina (EMBI +)

Nueva York dictaminó a favor de Perú. Para ese entonces, la Ley Champerty, que prohibía la compra de deuda en default con el fin de demandar al emisor, estaba aún vigente. Elliott apeló y ganó: en 1998, el Tribunal de Segunda Instancia determinó que Champerty no aplicaba, interpretando el intento como *contingente*; desde el punto de vista de aquel tribunal, la intención de Elliott había sido la de comprar la deuda para cobrar la totalidad de su valor nominal, y *de lo contrario* litigar. Esta interpretación de Champerty constituyó un cambio de hecho en las reglas de juego (ver Blackman y Mukhi 2010).

Tal interpretación de Champerty *no era razonable*. ¿Cómo podía ser que la expectativa razonable fuese que se pagase en su totalidad, cuando el país ya había roto su promesa de pago y el litigante había comprado la deuda a casi la mitad de su valor nominal?

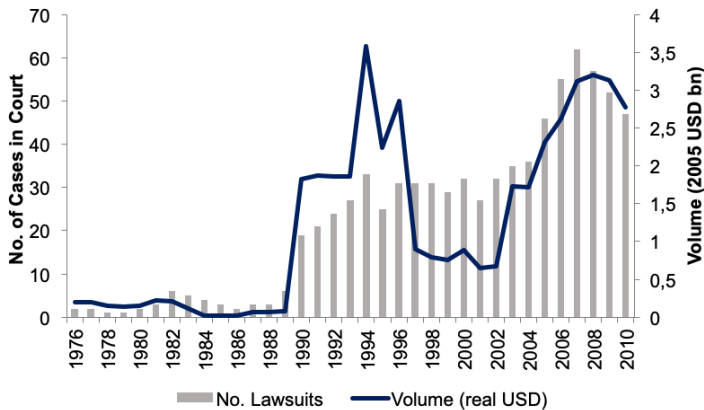
Finalmente, se derogó Champerty de la legislación de Nueva York en el 2004, para compras superiores a los USD 500.0000. La justificación fue que Champerty ya había sido una ley arcaica. El proyecto de ley (Proyecto

7244-C de la Asamblea) fue presentado por el Senador del Estado de Nueva York, John Marchi. Las presiones de los fondos buitres pueden haber influenciado este cambio legal.²³

Todos los bonos argentinos en disputa habían sido emitidos antes de que se derogara la ley Champerty. Por lo tanto, la eliminación de Champerty constituyó de facto un cambio en los derechos de propiedad que favorecieron a los fondos buitres.

Los cambios en la legislación y su interpretación han sido esenciales para la buena salud del negocio de los fondos buitres. La Figura 10, reproducida de Schumacher, Trebesch y Enderlein (2014), muestra que ha habido un aumento rápido y significativo en los litigios desde principios del 2000, para cuando Champerty comenzó a ser interpretada en un modo que favorecía el negocio de los buitres. El aumento en los litigios continuó luego de la subsiguiente eliminación de Champerty en el 2004 - gran parte de lo cual corresponde al caso de Argentina.

Figura 10: El aumento en los Litigios de los Acreedores (Números de Casos y Montos)



Fuente: Schumacher, Trebesch y Enderlein (2014). Reimpreso con permiso.

23 Hubo conexiones documentadas entre Paul Singer, director de Elliott, y John Marchi — el 25 de marzo de 2004, Paul Singer le realizó una donación directa a “John Marchi and friends.” Ver https://nyopengovernment.com/NYOG/search_summary.jsp?pag e=camcon&page=camcon&var=paul+singer &d-49681-p=7.

V.2 Otros Holdouts

El grupo de holdouts incluía no sólo fondos buitres sino también otros tenedores de bonos que habían comprado los bonos antes de que el país entrara en un período de crisis. La Tabla 2 muestra la distribución de los tenedores de bono de holdouts en el 2015, antes de la última ronda de reestructuración.

El grupo *pari passu* se refiere a aquellos quienes obtuvieron el fallo inicial favorable del Juez Griesa. Esos son todos fondos buitres. El grupo “yo también” se refiere a aquellos tenedores de bonos que también tenían reclamos en disputa en los tribunales de Nueva York y a quienes se extendió el fallo del Juez Griesa en favor de NML Capital. Este grupo incluye fondos buitres y acreedores de buena fe. El grupo CIADI se refiere a un grupo de tenedores de bonos que habían litigado ante el Centro Internacional para el Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI) - que requerían tratar la deuda soberana como una inversión.

Tabla 2: Distribución de Holdouts

Tenedores de Bonos del Holdout	Porcentaje del total de la deuda incumplida
Grupo <i>Pari Passu</i>	0,6
Grupo “Yo también”	2,8
Litigantes en otros tribunales de EEUU	1
Litigantes en CIADI	1,3
Litigantes en otros tribunales de Europa	0,3
Identidad desconocida (no litigantes)	1,6
Total	7,6

Fuente: Ministerio de Finanzas de Argentina

Las disputas se resolvieron de manera diferente para los diferentes grupos. Los grupos que recibieron los tratamientos más favorables fueron aquellos que se beneficiaron del fallo del Juez Griesa. En el 2016, Argentina pagó al menos el 70% de la demanda “reconocida” al grupo *pari passu* y “yo también” - definida como la demanda según los términos del fallo del

Juez Griesa. Los diferentes grupos terminaron recibiendo diferente tratamiento ya que la “oferta *pari passu*” original fue modificada en las siguientes negociaciones. Por ejemplo, NML recibió 75% de la demanda reconocida más la compensación por honorarios legales (Argentina pagó USD 325 millones a fondos buitres como compensación por todos los honorarios legales en los que incurrió durante el juicio). Los otros tenedores de bonos terminaron recibiendo 150% del valor nominal de los bonos originales (la “oferta base”). La Tabla 3 en el apéndice muestra los pagos a diferentes fondos buitres y a los “yo también” que se beneficiaron del fallo de Griesa. El apéndice resume lo que Argentina pagaría a los bonistas *holdout* si todos aquellos que recibieron la oferta base la aceptarían.

V.3 Etapas iniciales del Proceso de Litigio

En las etapas iniciales del proceso de litigio, la discreción judicial de los tribunales de EE.UU. evitó que los *holdout* bloquearan los esfuerzos de reestructuración. Inicialmente, el Juez Griesa se negó a permitirle a NML bloquear el canje argentino de 2005, y la Segunda Instancia expresó preocupaciones por “la salud económica” de la nación en apoyo a esta decisión.²⁴

Miller y Thomas (2007) definen diferentes etapas de la fase inicial del proceso de litigio. Primero, el juez rechazó la ejecución de las demandas de los *holdouts* el tiempo suficiente para promover un canje de deuda exitoso. Pero luego de que el canje fuera aceptado por una super mayoría, amenazó al deudor con la aplicación, buscando distribuir el excedente a la minoría litigante.

Finalmente, las amenazas se convirtieron en costosas sanciones a través de una medida cautelar que se analizará a continuación.

V.4 El crecimiento de los Pasivos

Cruces y Samples (2016) ofrecen un análisis detallado del aumento de los pasivos condicionado a la obediencia del fallo del Juez Griesa para los bonistas con contratos de deuda emitidos conforme a la ley de Nueva York.

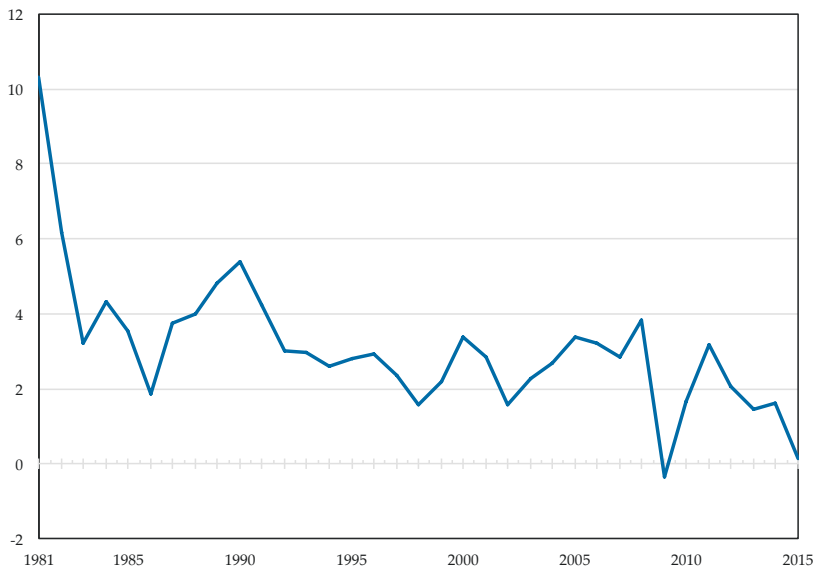
Los pasivos por acumularon intereses a tasas más altas para los deman-

²⁴ Ver *EM Ltd. v. Republic of Argentina*, 131 F. App'x 745, 747 (2d Cir. 2005)

dantes que no tenían una sentencia: el interés previo a la sentencia incluye no sólo el interés contraído sino también el interés en los pagos atrasados. Según la ley de Nueva York, el interés anual en los pagos atrasados (llamados tasa de interés compensatoria o tasa de interés legal) es de nueve%. Luego de la sentencia, el pasivo aumenta a la tasa de interés en bonos de un año del Tesoro de EE.UU. Cruces y Samples (ibid.) calculan que sólo el interés representó entre 1,6 a 3,2 veces el valor inicial de la deuda en litigio en el 2015.

La tasa de interés legal de Nueva York previa al fallo es, en realidad, punitiva. Estaba fijada en un nueve% en 1981, cuando la inflación en Estados Unidos era alta (apenas por encima del nueve%). Pero la inflación ha sido mucho menor desde entonces, tal como lo muestra la Figura 11. El promedio anual de la inflación IPC en Estados Unidos desde 2001, año en que Argentina entró en default, hasta el 2015, ha sido de 2,16% y las tasas de interés nominal global han alcanzado valores históricamente bajos.

Figura 11: Tasa de Inflación IPC anual, Estados Unidos de América



V.5 La medida cautelar de Griesa

En noviembre de 2012, el juez Griesa interpretó *pari passu* como pagos a pro rata - una decisión que desde el entendimiento económico del trato equitativo es absurda, y que desde el punto de vista legal fue considerada controversial por un número grande de analistas (ver Gelpern 2013; Weidemaier, Scott y Gulati 2013). Según la interpretación de Griesa, trato equitativo significaba que los tenedores de bonos de canje recibirían una fracción de aproximadamente un tercio de dólar sobre los bonos originales, mientras que los fondos buitres recibirían un dólar, más intereses que incluían la tasa compensatoria, por los bonos adquiridos a una fracción que, en la mayoría de los casos, era menor a 30 centavos de dólar.

Pero el aspecto más importante del fallo fue una medida cautelar que bloqueaba los pagos programados de Argentina a los tenedores de bonos de canje hasta que el país le pagara a los fondos buitres en su totalidad. Argentina apeló, pero el Tribunal de Segunda Instancia mantuvo las medidas cautelares *pari passu* de Griesa, y luego la Corte Suprema rechazó la revisión del caso.

La medida cautelar tuvo un alcance notable. Le prohibió a Argentina usar sus recursos para pagarle a los tenedores de bonos de canje en cualquier parte del mundo, impidiendo que el país cumpliera con sus obligaciones con la mayoría de sus acreedores, para aumentar el costo por no obedecer lo que los tribunales de EE.UU. consideraban eran las obligaciones del país para con una minoría de tenedores de bonos que habían comprado deuda incumplida.

La medida cautelar excedía el territorio de EE.UU.: bloqueaba los pagos de Argentina de su deuda externa no sólo según las leyes de Nueva York, sino también según otras leyes extranjeras, y hasta según las leyes de Argentina. El fallo también implicaba que cualquier intermediario financiero que ayudara a Argentina podría estar en desacato ante los tribunales de EE.UU., aún si esto sucedía fuera de las fronteras de EE.UU. Y fue por esto que la medida cautelar fue tan poderosa: no fue sólo el hecho que amenazaba a Argentina lo que la hizo efectiva, sino que amenazaba a terceros que tenían la intención de llevar a cabo roles que ayudarían a las intenciones del gobierno argentino. Un fallo de un juez de Reino Unido en

febrero de 2015 que aclaraba que los bonos gobernados por la ley inglesa estaban cubiertos por la ley inglesa puso algunos límites sobre las atribuciones de Griesa, pero no tuvo consecuencias inmediatas prácticas (ver Guzman y Stiglitz 2015a).

En respuesta, Argentina sancionó una nueva ley (la “Ley de Pago Soberano”) que permitía a los tenedores de bonos de deuda reestructurada intercambiar sus bonos por otros bonos con términos similares pero emitidos de conformidad con la ley argentina. La ley también permitía realizar pagos de la deuda a través del Banco de la Nación Argentina - reemplazando al fiduciario original, el “Bank of New York Mellon”. El juez Griesa consideró que la Argentina estaba en desacato ante el tribunal por esta acción.²⁵

La medida cautelar era costosa para Argentina, ya que impedía que el país tomara prestado de conformidad con cualquiera de las principales jurisdicciones financieras. Desde el momento en el que entró en efecto hasta que se anuló, el país tomó prestado de China montos relativamente menores a una alta tasa de interés anual del 8,75%.²⁶

V.6 El “Default”, o la Cesación de Pagos del 2014

El 30 de julio de 2014, Argentina se vio obligada a incumplir con el pago de los intereses adeudados a los tenedores de bonos de deuda reestructurada. El caso fue atípico,²⁷ ya que Argentina efectivamente envió el dinero al agente fiduciario (el “Bank of New York Mellon”), pero el fiduciario no entregó ese dinero a los acreedores argentinos para evitar incurrir en desacato con los tribunales de EE.UU.

El principal impedimento para pagar a los bonistas *holdout* según los términos del juez Griesa fue la cláusula RUFO. Si Argentina hubiera pagado, el 93% de los tenedores de bonos que había aceptado la reestructuración podría haber solicitado recibir un trato similar.

La activación de la cláusula RUFO era incierta, pero *si* Argentina pa-

25 La orden de desacato del juez Griesa, con fecha 29 de septiembre, está disponible en www.shearman.com/~/media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg182-093014-086978-Doc-687.pdf.

26 El país emitió \$1.415,9 millones de bonos Bonar 2024 a esa tasa de interés.

27 El caso fue tan atípico que recibió diferentes nombres para distinguirlo de los defaults comunes, algunos de esos nombres fueron “default técnico” o “Griesafault” (Guzman y Stiglitz 2014).

gaba antes de su vencimiento, y *si* la cláusula se activaba, seguramente se hubiera producido otro default, ya que el país hubiera tenido que pagar a los tenedores de bonos de deuda reestructurada por lo menos el valor total de sus bonos originales. Los montos por el pago total en caso de activación de la cláusula RUFO eran inciertos, ya que para ello hubiera siendo necesario definir cuál sería la oferta en los mismos términos que la de los holdouts, pero aún en el escenario más conservador una oferta *similar* habría implicado otro default.

Desde el punto de vista de los actores políticos que decidían en representación de Argentina, el costo político de la potencial activación de la cláusula RUFO hubiera sido inmenso. El cumplimiento del fallo de Griesa era política y económicamente inviable hasta el vencimiento de la cláusula RUFO el 31 de diciembre de 2014.

V.7 Clasificación de la cesación de pagos de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados

La particular naturaleza del evento planteó interrogantes sobre si el incumplimiento de los pagos de julio de 2014 se consideraba default o no default.²⁸ La activación de los pagos del canje de incumplimiento de deuda soberana (SCDS) necesitaba una definición: ¿En qué dirección debía ir el dinero? ¿Debían los compradores de SCDS respecto de los bonos de Argentina, continuar pagando las primas a los vendedores? ¿O debían los vendedores efectuar el pago a los compradores en virtud de la contingencia de default?

A fin de definir si la imposibilidad de realizar pagos de Argentina era

28 El folleto de emisión del canje de bonos establecía que “Los Tenedores de Títulos Nuevos recibirán el pago conforme a los procedimientos del sistema de compensación relevante y de sus participantes directos, de corresponder. Ni Argentina ni el fiduciario europeo-estadounidense tendrán responsabilidad ante cualquier aspecto de los registros del sistema de compensación relevante, o de los pagos efectuados por este, o por su representante o participantes directos, ni tendrán responsabilidad ante cualquier incumplimiento por parte del sistema de compensación relevante, o de sus participantes directos, en el pago a los tenedores de Títulos Nuevos de los fondos que reciban. Sin perjuicio de lo antedicho, las obligaciones de Argentina de efectuar los pagos de capital, intereses y otros montos sobre los Títulos Nuevos no se considerarán cumplidas hasta tanto dichos pagos no sean recibidos por el depositario común (o su representante), como tenedor registrado de los Títulos Nuevos.” Ver www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000095012305000302/y04567e424b5.htm y www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000090342310000252/roa-424b5_0428.htm.

un hecho relacionado al crédito (es decir, si era o no un default), era necesaria la interpretación por parte del Comité de Determinación (CD) de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (“International Swaps and Derivatives Association” (ISDA)). La cuestión que se sometería a votación era la siguiente: “Ha ocurrido algún evento de incumplimiento de pago de crédito con relación a la República Argentina?” Las 15 instituciones que formaban el CD votaron que “sí”: el evento en cuestión era default. Pero entre los miembros del CD se encontraba Elliot Management. Y aquí se debe observar el perverso conflicto de incentivos: el mismo fondo de inversión que estaba demandando a Argentina, Elliot Management, era uno de los 15 miembros que decidía si se podían llegar a activar los pagos de los SCDS correspondientes al escenario del default. No fue posible determinar si Elliot era tenedor de SCDS referentes a la deuda argentina. Pero esta es una situación peligrosa que puede distorsionar cualquier negociación de reestructuración, ya que el mismo agente podría ser un potencial litigante, un tenedor de SCDS referentes a los bonos en litigio y, al mismo tiempo, la persona o institución que decide si se cumplen las condiciones para la activación de los pagos de SCDS.

V.8 La disputa luego del vencimiento de la cláusula RUFO

Las negociaciones se retomaron luego del vencimiento de la cláusula RUFO. En el 2015, el gobierno de la presidenta Fernández ofreció a los *holders* lo mismo que había ofrecido en los canjes del 2005 y 2010. El ministro de economía de Argentina luego reveló a los medios que el grupo liderado por NML había propuesto negociar un descuento del 30% respecto de los términos del fallo de Griesa. Las diferencias entre las propuestas del gobierno argentino y los litigantes eran grandes, y no se llegó a un acuerdo.

Para ese entonces, la disputa con los fondos buitres se había convertido en una cuestión de política interna de Argentina. El gobierno presentó la saga como un caso en donde la población y los políticos debían tomar partido, o estaban del lado de la “Patria” o estaban del lado de los “Buitres”; el eslogan era “Patria o Buitres”. Todo aquel que apoyara el pago total a los fondos buitres sería un enemigo de la Patria.

Sin embargo, la disputa de los fondos buitres no era una política de

estado, sino simplemente una política de gobierno. Esto hizo que fuera muy difícil que se llegara a un acuerdo a unos pocos meses de las elecciones presidenciales. Para los litigantes, el valor de la opción de espera era grande.

En noviembre de 2015, el partido del gobierno de turno perdió las elecciones presidenciales. El partido ganador había expresado públicamente diferentes opiniones sobre el enfoque que el país seguiría durante su mandato respecto de la continuación de esta saga. Por lo tanto, este suceso implicó un cambio significativo en el curso de la disputa.

El nuevo gobierno retomó las negociaciones con los litigantes a principios del 2016. Poco después, se llegó a un acuerdo con casi todos los bonistas *holdouts* - con diferentes términos, según se describe en la sección "Las Disputas Legales".

Pero el pago según los términos del acuerdo dependía de la capacidad del gobierno de emitir deuda nueva. Sin embargo, el país no sería capaz de hacerlo hasta tanto el juez Griesa no levantara la medida cautelar que estaba bloqueando cualquier transferencia entre Argentina y sus acreedores.

Finalmente, el 19 de febrero de 2016, el juez Griesa anunció que levantaría la medida cautelar si Argentina derogaba dos de sus leyes locales que impedían pagar a los *holdouts*, la Ley Cerrojo y la Ley de Pago Soberano. La justificación del juez era básicamente que el país ahora estaba mostrando un buen comportamiento; por lo tanto, no había necesidad de mantener la medida cautelar. En sus propias palabras: "Las medidas cautelares, en su momento adecuadas para lidiar con el comportamiento recalcitrante de la República, ya no se justifican. Las circunstancias significativamente diferentes han hecho que las medidas cautelares se tornen inequitativas y perjudiciales al interés público."

"La elección del presidente Macri cambió todo," agregó.²⁹ El lenguaje utilizado en la sentencia demuestra el alto nivel de discreción judicial que se aplicó para solucionar una situación que el juez consideraba "injusta." Según su visión, antes de la elección de Macri, el país no mostraba un buen comportamiento, pero luego de las elecciones, el país parecía actuar "de

²⁹ Ver "Rule 62.1 Indicative Ruling" by Judge Griesa, February 19, 2016. <http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2016/Arg296-021916-11cv4908-Doc-47.pdf>.

buena fe” - una vez más aparecía un concepto que no se definía específicamente de una forma testeable.

Finalmente, el 29 de marzo, Argentina promulgó la Ley 27.249 que derogó la Ley Cerrojo y la Ley de Pago Soberano. Y tal como lo había prometido, el juez Griesa levantó la medida cautelar, y el gobierno argentino pagó a los fondos buitres y a los bonistas *holdouts*.

VI. Implicancias para los mercados de préstamo soberano

La resolución de esta crisis de endeudamiento nos brinda lecciones importantes con relación a diferentes frentes. Primero, resalta la importancia de recuperar la sostenibilidad de la deuda como resultado de un proceso de reestructuración, a fin de lograr perspectivas de recuperación. Segundo, el contexto en el cual tuvieron lugar la reestructuración y los resultados de las disputas legales también ha tenido implicancias importantes en el funcionamiento de los mercados de préstamo soberano. Y la postura adoptada por el juez Griesa, que utilizó las declaraciones hechas por los políticos argentinos y dirigidas a los votantes del país a modo de justificación para definir a la república como un deudor recalcitrante que no actuó de buena fe, plantea interrogantes sobre la interacción que existe entre las políticas locales y el funcionamiento de los mercados internacionales de deudas - interrogantes que deberían introducir el debate respecto del alcance de las mejoras en el enfoque contractual para resolver las deficiencias observadas en la reestructuración de la deuda soberana, en un contexto donde los jueces locales de las principales jurisdicciones prestamistas, como el caso de Nueva York, que no están instruidos sobre la naturaleza de los procesos de reestructuración de deuda soberana, siguen siendo los que decidan cuáles deberían ser los objetivos finales de una reestructuración, y qué soluciones se deberían implementar para lograr esos objetivos.

VI.1 Puede haber vida después de una crisis de deuda

La experiencia de Argentina demuestra que hay vida después de una profunda crisis de endeudamiento - pero esto requiere recuperar la sostenibilidad como condición previa a la implementación de cualquier otra política que pueda contribuir a una recuperación (ver Stiglitz y Heymann 2014; y

el comentario en Guzmán y Stiglitz, 2015b). La reestructuración de Argentina logró recuperar la sostenibilidad de la deuda. En el período posterior al default, se observaron cifras impresionantes en términos de creación de empleo y reducción de pobreza. Y esto no hubiera sido posible si el país no enfrentaba los problemas de sostenibilidad de la manera en que lo hizo.

Otros países que sucumbieron ante las demandas de los acreedores en tiempos de emergencia económica mostraron cifras significativamente peores. Grecia es un famoso ejemplo reciente. Para el 2016, este país seguía sin poder salir de la recesión que luego se convirtió en depresión: el desempleo alcanzó el 25%, el desempleo juvenil alcanzó el 50%, el PIB cayó un 25% desde el comienzo de la recesión en el 2008, y a pesar de haber atravesado una reestructuración de la deuda en el 2012, no pudo restaurar la sostenibilidad, que por el contrario se deterioró a medida que el país iba cayendo en una trampa de austeridad (ver Varoufakis 2016).

Sin embargo, una “buena” reestructuración de la deuda no es condición suficiente para lograr una recuperación permanente. Los países en emergencia comúnmente necesitan otras políticas que hagan surgir estructuras más dinámicas de producción que reemplacen las viejas estructuras que no funcionaron. Sin embargo, la recuperación de la sostenibilidad es una condición necesaria para implementar esas otras políticas.

VI.2 Los bonos atados al PIB pueden mejorar la disyuntiva que existe entre sostenibilidad y buena fe

Los bonos atados al PIB pueden ser un vehículo importante para conciliar los principios de sostenibilidad y buena fe.³⁰ Pero el “riesgo de la novedad” asociado a la emisión de deuda contingente puede ser costoso. Esto no debería impedir la adopción de estos instrumentos, sino que debería alentar su adopción simultánea por parte de distintos países, creando así una escala mayor que podría hacer desaparecer el riesgo de la novedad. También debería promover la producción de diseños más innovadores que pudieran incluir cláusulas que permitan a los deudores recomprar los bonos si no son bien recibidos por los mercados. Un mayor compromiso

30 Ver Haley (2016) para conocer una discusión más detallada sobre esta contraposición.

en la promoción de estos bonos por parte de instituciones influyentes sería indudablemente de gran ayuda. La labor constructiva del Bank of England sobre este tema es importante en este sentido.³¹

VI.3 Los fondos buitres perjudican el funcionamiento de los mercados de deuda soberana

Los fondos buitres terminaron obteniendo retornos exorbitantes. Los records judiciales muestran que NML pagó, en promedio, aproximadamente 23 centavos sobre el dólar por las compras declaradas efectuadas después del 2008. Considerando lo que NML obtuvo sobre dichos bonos, el retorno anual fue superior al 40%, durante un período de casi ocho años (ver apéndice). Los records judiciales también demuestran que por las compras declaradas desde junio de 2001 - la mayoría de las cuales tuvieron lugar luego del default de diciembre de 2001 - NML pagó, en promedio, aproximadamente 28 centavos de dólar (lo cual cubre el 64% del total de las compras).

Si se utiliza este precio promedio como como representativo del 36% restante de compras, de las cuales el autor no posee datos de fecha de compra, el pago total estimado es de aproximadamente USD 177 millones, por los cuales NML finalmente recibió USD 2,426 mil millones — un retorno total de aproximadamente 1.270%.

Un negocio tan rentable genera un problema de riesgo moral: además de fomentar el comportamiento de los fondos buitres, aumentan los incentivos de otros tenedores de bonos defaulteados a no participar de una reestructuración y en su lugar esperar, siguiendo el liderazgo de los fondos buitres, para conseguir un tratamiento del tipo “yo también”. Esto podría bien tornar imposible las reestructuraciones de deuda soberana, o, alternativamente, podría llevar a un acuerdo con términos más favorables para los tenedores de bonos incluso si aquellos términos no conducen a la recuperación de la sostenibilidad de la deuda, lo cual agrega más presión a sociedades que se encuentran en emergencia, y aumenta la probabilidad de futuras costosas cesaciones de pagos.

31 Ver, por ejemplo, www.bankofengland.co.uk/research/Documents/conferences/gdplinkedbonds.pdf.

Y, claro está, el resultado de la disputa refuerza los incentivos de los fondos buitres existentes para continuar en el negocio. Las primeras reacciones del director de Elliot, Paul Singer (2016), sugieren que este fue el caso: en un artículo de opinión publicado por *The Wall Street Journal* el 24 de abril de 2016, Singer publicitaba que su firma jugaba un rol positivo en el funcionamiento de los mercados de préstamo soberanos.

La medida cautelar de Griesa se convierte en un arma poderosa para los bonistas *holdouts* que litiguen. Se espera que haya más pedidos de medidas cautelares por parte de bonistas *holdouts*, tales como las que otorgó el juez Griesa, en aquellos casos en que los estados se rehúsen a satisfacer sus demandas. También se debería esperar un comportamiento cautelar que se adapte al lenguaje de los contratos, a fin de proteger a todos los terceros que podrían verse expuestos a sanciones judiciales en litigios futuros, en base a los mismos argumentos.

Un argumento que se ha presentado en oposición a estas visiones es que Argentina no es un país común en los mercados de préstamo soberano - al contrario, es un deudor³² “singularmente recalcitrante”, por lo que este caso no es relevante para los futuros procesos de reestructuración. Gelpern define esta visión como “ingenua, en el mejor de los casos, y manipuladora, en el peor”.³³ La dimensión según la cual Argentina fue claramente una excepción fue en la de conseguir un monto de condonación de deuda que asegurara la recuperación de la sostenibilidad. Por otro lado, la evidencia demuestra que muchos países que siguieron enfoques más “amigables” no consiguieron resolver de manera adecuada sus crisis de deuda soberana (Guzman y Lombardi, 2016).

VI.4 Necesidad de reformas

La comunidad global reaccionó rápidamente a la disputa de Argentina con los fondos buitres para poner un límite a las distorsiones que se generaron. Gran parte de cómo los mercados de préstamo soberano se desenvolverán

32 Ver página 23 de la sentencia del Tribunal de Segunda Instancia con fecha 23 de agosto de 2013, www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2013/Arg33_NML_Second-Circuit_Decision.pdf.

33 Ver www.creditslips.org/creditslips/2014/06/missed-payment-date-musings.html.

en el futuro cercano dependerá del tipo de reformas que se realicen y del alcance con el que estas se adopten. ICMA ha sugerido el uso de un nuevo lenguaje para las emisiones de deuda soberana, tal como la inclusión de CACs más robustos con una fórmula integral (ver Gelpern, Heller, y Setser 2016 para conocer una descripción más exhaustiva de los nuevos CACs), y una aclaración de la cláusula *pari passu* que difiere de la interpretación que le dio el juez Griesa. Este nuevo lenguaje perjudicará el negocio de los fondos buitres. Sin embargo, a pesar de que es una mejora significativa respecto del lenguaje anterior, no será suficiente para resolver el problema de los fondos buitres en el futuro cercano, ni para resolver en su totalidad un conjunto más amplio de deficiencias actuales que se padecen en los mercados de préstamo soberano y que originaron el síndrome “demasiado poco, demasiado tarde” (ver Guzman, Ocampo y Stiglitz 2016; y Guzman y Stiglitz 2016a para una discusión más detallada). La situación global actual pone a distintos países en riesgo de experimentar crisis de deuda soberana en el futuro cercano (Reinhart 2015). Y la mayoría de las deudas de los países que se encuentran en emergencia se han emitido sin utilizar este nuevo lenguaje sugerido por ICMA - lo cual creará nuevas oportunidades rentables para los fondos buitres. El FMI (2016) informa que solo el 11% de los USD 935 mil millones de deuda estatal de países emergentes se ha admitido con súper CACs y con la aclaración sugerida por ICMA de la cláusula *Pari Passu*.

El caso de Argentina, en última instancia, demuestra los peligros de dejar la resolución de disputas legales que surgen en un proceso de reestructuración de deuda soberana en manos de jueces que no entienden ni los objetivos y las complejidades de una reestructuración de deuda soberana, ni los principios sobre los cuales se debería basar un proceso de reestructuración. La visión limitada del juez Griesa sobre los contratos de deuda simplemente consideraba que la resolución “justa” requería el pago total de los contratos originales a los agentes que los compraron cuando estos ya se habían incumplido. El gobierno argentino también fue más allá que lo estándar en su resistencia a satisfacer las demandas de los fondos buitres, lo cual hizo que el país se ganara la etiqueta de “república recalcitrante” según la consideración del juez. El juez presentó una solución a esta si-

tuación (la poderosa medida cautelar ya descrita) que violaba principios importantes de reestructuración de deuda soberana. No importa cuánto progreso se logre desde el lado contractual, situaciones como la que provocó el juez Griesa mediante la implementación de una solución contundente como lo fue su medida cautelar seguirán siendo una posibilidad que impedirán lograr los objetivos de los procesos de reestructuración de deuda soberana. Según la opinión del autor, esta es la razón por la cual, a fin de corregir los marcos deficientes actuales, será imprescindible construir una alternativa basada en principios razonables, acorde con los objetivos más amplios de reestructuración de deuda, que orienten a los tribunales y capaciten a sus miembros sobre cómo lidiar con estas situaciones complejas. Este marco debería complementarse y fortalecerse mediante contratos más robustos, que incluyan un lenguaje tal como el que sugirió el ICMA.

Las Naciones Unidas y la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés) apoyan esta visión (ver Blankenburg y Kozul-Wright 2016). En septiembre de 2014, las Naciones Unidas lanzó un proceso a fin de crear un marco formal multinacional para la reestructuración de deuda soberana. En septiembre de 2015, la Asamblea General de las Naciones Unidas aprobó nueve principios que deberían orientar los procesos de reestructuración de deuda soberana (ver Li 2015 y Bohoslavsky y Goldmann 2015). Estos principios se han violado reiteradamente en muchas de las experiencias recientes de reestructuración de deuda soberana. Si se respetaran, se resolverían algunas de las importantes deficiencias observadas en la resolución de las crisis. Sólo seis países votaron en contra de su adopción: los Estados Unidos de América, el Reino Unido, Canadá, Alemania, Israel y Japón. Pero como ese grupo incluye a las principales jurisdicciones prestamistas, estos principios no tendrán ningún impacto efectivo importante en el corto plazo - lo cual hace que la victoria de los fondos buitres en el caso de Argentina sea un precedente aún más relevante para el funcionamiento de los mercados de deuda internacionales.

VII. Conclusiones

La arquitectura que regula el funcionamiento de los mercados de deuda soberana es un bien público de alcance global. Las actividades de los fon-

dos buitres son socialmente improductivas (e incluso destructivas) a escala global. No ceder en disputas ante fondos buitres tiene importantes externalidades positivas, pero cada país en sí mismo no internaliza esas externalidades. La resolución final de la disputa de Argentina es un ejemplo de este fenómeno. Al momento de llegar a un acuerdo con los fondos buitres, el gobierno argentino consideró que en el contexto de una débil situación macroeconómica con un déficit fiscal considerable, caídas de las reservas y un tipo de cambio real sobrevaluado, la recuperación de acceso a los mercados financieros internacionales tenía un valor mayor que el costo de llegar a un acuerdo con los fondos buitres y con los otros *holdouts*. Pero la victoria de los fondos buitres agravó el problema de riesgo moral que perjudica el funcionamiento de los mercados internacionales de deuda.

Una solución adecuada a las deficiencias existentes en los mercados de deuda soberana requiere de un enfoque global. Esto será difícil de lograr, pero, mientras tanto, existen reformas dentro de la arquitectura legal de las jurisdicciones prestamistas que podrían ayudar. Recientemente, Bélgica dio un paso positivo en esta dirección a través de la adopción de una legislación anti fondos buitre que busca evitar otorgar “ventajas ilegítimas” a los tenedores de bonos de los *holdouts*.³⁴ Los principios de las Naciones Unidas para la reestructuración de la deuda soberana constituyen una base adecuada para construir un sistema que funcione.³⁵

El caso de Argentina también demuestra lo costoso que puede ser para un país con una carga de deuda insostenible verse involucrado en una extensa batalla legal bajo las leyes de Nueva York. La tasa legal anual de Nueva York del nueve% impone una doble sanción a los deudores riesgosos: deben pagar una alta tasa de interés que incluye una compensación por el

34 Una ventaja ilegítima existiría en el caso de que el tenedor de bonos comprara deuda soberana a un precio evidentemente desproporcionado a su valor nominal o al monto que pretenda que le paguen, y si se produjeran algunas de las siguientes circunstancias especiales: el soberano se encontraba en estado de default cuando el tenedor de bonos compró los fondos; el tenedor de bonos está incluido en una lista negra de jurisdicciones de guardadas fiscales; el tenedor de bonos sistemáticamente inicia procesos judiciales para obtener el pago; el soberano reestructuró su deuda pero el tenedor de bonos decidió esperar para cobrar; el tenedor de bonos se abusó de la debilidad del estado soberano; o la cancelación total de deuda tendría un impacto adverso en el presupuesto del estado que comprometería el desarrollo socio-económico de su población.

35 Ver la propuesta para crear un enfoque de legislación flexible en base a los principios de las Naciones Unidas en Guzman y Stiglitz (2016).

riesgo de default cuando no hayan incumplido en el pago y, encima, deben pagar el nueve% anual luego de que incumplen y hasta que se obtenga una sentencia. Dicha tasa tiene una naturaleza más punitoria que compensatoria. Y en ocasiones (tal como ciertamente es el caso de los fondos buitres), aquella tasa compensa riesgos que nunca se soportaron. Una reforma de esta característica del sistema que se adecue a la naturaleza de los préstamos soberanos corregiría en parte las inequidades e ineficiencias existentes.

En la coyuntura actual, los jueces de Nueva York ejercen discrecionalidad para tomar decisiones que exceden las fronteras de los Estados Unidos, lo cual puede generar problemas de coordinación que debiliten los mercados internacionales de préstamos.³⁶ Lograr mejores contratos sin dudas ayudaría a resolver algunas de las deficiencias señaladas, pero mientras las disputas legales que surgen ante los defaults de deuda soberana sean resueltas por jueces que no entienden el significado de un proceso de reestructuración de deuda soberana, un sistema puramente basado en contratos probablemente no será suficientes para alcanzar los objetivos de una reestructuración.

El papel que jugaron los tribunales de Nueva York en la disputa de Argentina con los fondos buitres también planteó interrogantes sobre la interacción que existe entre la globalización y las políticas locales. El juez Griesa puso mucho énfasis en las actitudes “intransigentes” de los políticos argentinos - incluso usó información de las cartas de NML en sus discursos. El juez consideró a la nación como un deudor “singularmente recalcitrante” que justificaba implementar una solución extrema. Pero la definición crea más problemas que ventajas, ya que nunca hubo una métrica bien definida para determinar el significado de “recalcitrante”. ¿Refiere el término acaso a los mensajes “provocadores” de los políticos del país deudor - que se dirigían a la población local? ¿O se refiere al aspecto económico del proceso de reestructuración, por ejemplo, el gran recorte que

36 Los países deudores son, por supuesto, en parte responsables por exponerse a la legislación de Nueva York, ya que es su decisión emitir deuda en virtud de esa jurisdicción. Luego de esta extensa y costosa disputa con los fondos buitre en los tribunales de EE.UU., el gobierno argentino, liderado por el presidente Macri, decidió en el 2016 emitir deuda nuevamente en virtud de la legislación de Nueva York - una decisión que es difícil de justificar desde un punto de vista económico, considerando que el país podría haber emitido deuda en términos similares, pero bajo otras jurisdicciones alternativas.

padecieron los acreedores privados de Argentina en comparación a otras experiencias de reestructuración? Si se refiere a lo primero, la visión del juez sería imperialista—una en donde los políticos locales de los países deudores en situación de emergencia deberían circunscribirse a realizar acciones que no ofendan a los jueces estadounidenses o de lo contrario el país sería sancionado; sin perjuicio de ello, esto viola los principios básicos que el proceso debería respetar a fin de garantizar el logro de los objetivos de una reestructuración. Si se refiere a lo último, la visión del juez generará un precedente muy negativo, ya que perjudicará las perspectivas de obtener la condonación de deuda necesaria para recuperar la sostenibilidad en los países en grave emergencia económica.

El caso de Argentina también es inusual en otro aspecto: por más de una década el país tuvo los recursos económicos y políticos para pelear contra los fondos buitres, en un contexto económico en el cual el valor de acceder a los mercados internacionales de crédito fue bajo durante muchos años. La mayoría de los países deudores en emergencia económica no pueden dar esa batalla, o no se encuentran en las mismas condiciones externas favorables luego de un default. Países en tales situaciones serán los que más sufrirán las consecuencias derivadas de este precedente.

Agradecimientos

Este artículo se ha visto beneficiado enormemente por las disertaciones, comentarios y sugerencias de Juan Pablo Bohoslavsky, Skylar Brooks, Sergio Chodos, Diego Herrero, Daniel Heymann, Pablo López, Pablo Mira, Alvaro Pereira, Germán Reyes, Joseph Stiglitz, un referí anónimo y participantes del Seminario de Economía de IIEP-BAIRES (UBA-CONICET) realizado en la Universidad de Buenos Aires, y del Seminario de Sociología Política de la Economía de la Universidad Dauphine de Paris. Estoy agradecido a todos ellos, y a Juan José Cruces, con quien he compartido cuatro disertaciones de panel sobre el tema en cuestión que han contribuido a mi entendimiento sobre el tema, y a Jennifer Goyder y Luis Morano por su excelente ayuda editorial y de investigación, respectivamente. Las opiniones expresadas en este artículo son de mi exclusiva responsabilidad.

APÉNDICE

Línea de Tiempo

1991: Comienzo del experimento de políticas del Consenso de Washington y adopción del sistema de convertibilidad.

1998: Comienzo de una recesión en Argentina.

Diciembre de 2001: Estalla una crisis financiera, social y macroeconómica que incluye un default de la deuda soberana.

2002: Comienzan los litigios en los tribunales de Nueva York.

2003: Elecciones presidenciales: Néstor Kirchner es electo. Se realiza la primera oferta de canje, pero es rechazada por los acreedores de Argentina.

2005: La exposición para la oferta de reestructuración comienza el 13 de enero. El 14 de enero, el *Financial Times* publica un artículo acusando al gobierno de tratar de dejar abierta la posibilidad de un mejor tratamiento para los bonistas *holdout*. En junio se realiza el primer canje.

2006: Los demandantes intentan embargar los fondos del Banco Central de la República Argentina. Argentina obtuvo un fallo favorable en enero de 2007.

2007: Elecciones presidenciales: Cristina Fernández es electa.

2008-2009: NML compra grandes cantidades de bonos defaulteados de Argentina.

2010: Segundo canje.

2011: Elecciones presidenciales: Cristina Fernández es re-electa.

7 de diciembre de 2011: El juez Griesa determina que Argentina incumple con la cláusula *pari passu*.³⁷

2012: NML convence a un juez de permitir el embargo de un buque argentino (*Libertad*) amarrado en un puerto en Ghana. El Tribunal Internacional del Mar en Hamburgo ordenó a Ghana la liberación del buque.

³⁷ Ver www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/ArgCourtOrderholdingArgentinainbreachofparipassuclauseNMLCapitalvArgentina12711.pdf.

23 de febrero de 2012: Fallo *pari passu* del juez Griesa con medida cautelar.³⁸

26 de octubre de 2012: Decisión del Tribunal de Segunda Instancia confirma que Argentina no puede pagar su deuda reestructurada a menos que también pague a los *holdouts*.³⁹

7 de octubre de 2013: La Corte Suprema rechaza el pedido de Argentina en junio de 2013⁴⁰ para rever la decisión del Tribunal de Segunda Instancia de octubre de 2012 que indicaba que violaba la cláusula *pari passu* en sus bonos defaulteados. El Tribunal no dio motivos.

2014: La apelación de Argentina no prosperó.⁴¹ El 31 de julio Argentina no puede hacer llegar a los bonistas reestructurados los pagos de intereses. El 11 de septiembre, el Congreso argentino sanciona la Ley de Pago Soberano.

2015: Elecciones presidenciales: Mauricio Macri es electo.

2016: Se alcanza un acuerdo con los fondos buitres y otros *holdouts*. El Congreso Argentino derogó la Ley Cerrojo y la Ley de Pago Soberano, el juez Griesa levantó la medida cautelar⁴² y Argentina pagó a los tenedores de bonos del holdout de conformidad con los términos del acuerdo.

Retornos de NML

De los antecedentes judiciales de NML v. República de Argentina, conocemos las fechas de compra por USD 394.102.549 en valor nominal, correspondientes a nueve series de bonos.

Al vincular la información con los datos sobre los precios de los bonos en mercados secundarios en “Bloomberg Generic Price”, se estima un costo de compra de USD 113.596.396,51 sobre el valor nominal de USD 394.102.549, lo que implica un precio promedio de 28,82 centavos de

38 Ver www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/ArgCourtOrderwithinjunctionNMLCapitalvArgentina22312.pdf.

39 Ver www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/secondcircuitdecision110512.pdf.

40 Ver www.shearman.com/~media/Files/Old-Site-Files/NML20130626ArgentinaCertPetitionpdf.pdf.

41 Ver www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg76Order-List-061614zor_2b8e.pdf, page 5.

42 Ver www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2016/Arg421-order-vacating-422.pdf.

dólar. Para compras desde el 2008, el precio promedio es de 23,83 centavos de dólar (sobre un valor nominal declarado de USD 221.949.549 millones).⁴³

El valor nominal total de las compras de NML fue de USD 617 millones. NML recibió USD 2.426 mil millones sobre el valor nominal. Si el precio promedio de 28,82 centavos que obtenemos de las compras de las que tenemos información disponible fuera representativo del precio promedio sobre el total de las compras, entonces el costo de compra total sería USD 177 millones. Por lo tanto, el retorno de NML sería de 1.270%.

Pago a los fondos buitres y otros holdouts

La Tabla 3 muestra los pagos a diferentes fondos buitres y a otros holdout que se beneficiaron del fallo de Griesa.

Incluyendo los intereses compensatorios y los honorarios legales, el país pagó USD 6,25 mil millones para la “oferta *pari passu*.”

Todo tenedor de bonos que se benefició del fallo de Griesa pudo también elegir la “oferta base”, que reconocía un reclamo igual al 150% del valor principal de los bonos incumplidos. Si todos los tenedores de bonos no *pari passu* aceptaran esta oferta, el total de los pagos sobre esta oferta sería aproximadamente igual a USD 4,62 mil millones (correspondiente a USD 1,35 mil millones para los tenedores de bonos que demandaron al país ante el ICSID, USD 1,17 mil millones para los litigantes ante otros tribunales de EEUU, USD 300 millones para litigantes ante otros tribunales europeos, y USD 1,8 mil millones para tenedores de bonos que no litigaron). Además, para algunos fondos que se beneficiaron del fallo *pari passu*, los pagos según la oferta base son mayores, tal como es el caso de Dart Management, que recibió una sentencia por USD 725 millones en 2003, que incluyendo los pasivos por intereses alcanzaría los USD 847 millones en 2015 (menor que el pago de USD 891 millones que recibió según la oferta base; ver Levine 2016). La suma de los pagos de la oferta *pari passu* y de la oferta base, incluyendo tanto

⁴³ Para los días para los que no hay información disponible en Bloomberg Generic Price Database, se usa el promedio de los precios a los días más cercanos para los que hay información.

a los tenedores de bonos que no estaban incluidos en el fallo *pari passu* como a aquellos que estaban pero que recibirían un pago mayor según la oferta base, según el acuerdo de 2016 ascendería a alrededor de USD 12 mil millones si todos los tenedores de bonos aceptaran la propuesta del soberano.

Prospecto de canje de bonos de Argentina

Disponible en:

www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000095012305000302/y04567e424b5.htm.

Antecedentes judiciales

Disponible en: <http://argentine.shearman.com/>

Tabla 3: Pago a los fondos buitre y a los acreedores Holdout según el acuerdo del Año 2016 (en USD)

Fondos	Pagos	Intereses Compensatorios	Honorarios legales	
NML Capital, Ltd.		2.390.120.222,89	10.379.124	26.111.111
EM Ltd.		849.201.747,00		
Blue Angel Capital I LLC		383.012.906,89	2.301.391	26.111.111
Aurelius Capital Master, Ltd.		405.464.794,89	2.900.136	26.111.111
Capital Ventures International, Ltd.		221.833.952,53		
Aurelius Capital Partners, LP		142.693.986,89	336.273	26.111.111
Capital Markets Financial Services		110.468.850,45		
FFI Fund Ltd.		524.216.734,89	275.936	26.111.111
FYI Ltd.		340.112.110,89	183.840	26.111.111
Aurelius Opportunities Fund II, LLC		106.949.842,89	1.164.497	26.111.111
ACP Master, Ltd.		81.655.773,89	945.090	26.111.111
Procella Holdings, L.P.		37.866.814,00		
VR Global Partners, LP		35.508.705,00		
Montreux Partners, L.P.		308,560,843.00		
Los Angeles Capital				
Wilton Capital Ltd.				

Cordoba Capital			
Lightwater Corp Ltd.	9,634,370.00		
Olifant Fund, Ltd.	44,023,625.89	855,764	26,111,111
Rafael Settin	3,235,439,00		
Old Castle Holdings, Ltd.	963,437,00		
Paolo Ercolani	1,008,964,48		
Tortus Capital Master Fund, LP	739,265,25		
Total	5,997,272,387,72	19,342,051,00	235,000,000

Fuente: Cámara de Diputados de la Nación Argentina, Informe No. 95.

Bibliografía

- Basualdo, Eduardo, Pablo Manzanelli, Mariano Barrera, Andrés Wainer y Leandro Bona. 2015. "Deuda externa, fuga de capitales y restricción externa. Desde la última dictadura militar y hasta la actualidad." CEFIDAR, Documento de Trabajo No. 68, abril.
- Blackman, Jonathan I. y Rahul Mukhi. 2010. "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation: Vultures, Alter Egos, and Other Legal Fauna." *Law and Contemporary Problems* 73: 47-61.
- Blanchard, Olivier, Paolo Mauro y Julien Acalin. 2016. "The Case for Growth-Indexed Bonds in Advanced Economies Today." Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 16-2.
- Blankenburg, Stephanie y Richard Kozul-Wright. 2016. "Sovereign Debt Restructurings in the Contemporary Global Economy: The UNCTAD Approach." *Yale Journal of International Law*.
- Bohoslavsky, Juan Pablo y Matthias Goldmann. 2015. "Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law: An Incremental Approach." Escrito presentado en UNCTAD-Columbia IPD Conferencia sobre Marcos Legales para los Procesos de Reestructuración de la Deuda: "Options and Elements", llevada a cabo en la Universidad de Columbia, Nueva York, 31 de marzo.
- Borensztein, Eduardo, Paolo Mauro, Marco Ottaviani y Stijn Claessens. 2004. "The case for GDP-indexed bonds." *Economic Policy* 19 (38): 167-216.
- Buchheit, Lee C., G. Mitu Gulati e Ignacio Tirado. 2013. "The problem of holdout creditors in eurozone sovereign debt restructurings." http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2205704.
- Buchheit, Lee C. y Jeremiah S. Pam. 2004. "The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments." *Emory Law Journal* 53: 869-922.
- Chodos, Sergio. 2016. "From the pari passu discussion to the Illegality of Making Payments." In *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, editado por Martin Guzman, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz, capítulo 4. New York, NY: Columbia University Press.
- Cooper, Andrew F. Y Bessma Momani. 2005. "Negotiating out of Argentina's financial crisis: Segmenting the international creditors." *New Political Economy* 10 (3): 305-20.
- Cruces, Juan Jose y Tim Samples. 2016. "Settling Sovereign Debt's 'Trial of the Century.'" *Emory International Law Review* 31 (5).
- Cruces, Juan J. y Christoph Trebesch. 2013. "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts." *American Economic Journal: Macroeconomics* 5 (3): 85-117.
- Damill, Mario, Roberto Frenkel y Martín Rapetti. 2015. "Macroeconomic Policy in Argentina during 2002-2013." *Comparative Economic Studies* 57 (3): 369-400.
- Dhillon, Amrita, Javier Garcia-Fronti, Sayantan Ghosal y Marcus Miller. 2006. "Debt restructuring and economic recovery: analysing the argentine swap." *World Economy* 29 (4): 377-98.
- Fanelli, José María y Daniel Heymann. 2002. "Monetary dilemmas: Argentina in
-

-
- MERCOSUR." Vol. 7. New York, NY: United Nations Publications.
- Frenkel, Roberto. "Argentina: A decade of the convertibility regime." *Challenge* 45 (4): 41-59.
- Galiani, Sebastian, Daniel Heymann y Mariano Tommasi. 2003. "Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertibility Plan." *Economía* 3 (2): 109-60.
- Gelpern, Anna. 2013. "Contract hope and sovereign redemption." *Capital Markets Law Journal* 8 (2): 132-48.
- Gelpern, Anna, Ben Heller y Brad Setser. 2016. "Count the Limbs: Designing Robust Aggregation Clauses in Sovereign Bonds." In *Too Little, Too Late: The Quest of Resolving Sovereign Debt Crises*, edited by Guzman, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz. New York, NY: Columbia University Press.
- Ghosal, Sayantan, Marcus Miller y Kannika Thampanishvong. 2016. "Delay and Haircuts in Sovereign Debt: Recovery and Sustainability." Presentado en CIGI-Universidad de Glasgow Conferencia sobre Reestructuración de Deuda Soberana, Glasgow, Escocia, 30 de agosto.
- Guzman, Martin. 2016. "Reestructuración de Deuda Soberana en una arquitectura financiera-legal con huecos." *Revista Jurídica*, Universidad de Puerto Rico.
- Guzman, Martin y Daniel Heymann. 2015. "The IMF Debt Sustainability Analysis: Issues and Problems." *Journal of Globalization and Development* 6 (2): 387-404.
- Guzman, Martin y Domenico Lombardi. 2016. "Assessing the Appropriate Relief in Sovereign Debt Restructuring." Presentado en CIGI-Universidad de Glasgow Conferencia sobre Reestructuración de Deuda Soberana, Glasgow, 29 de agosto, 2016.
- Guzman, Martin, y Joseph Stiglitz. 2014. "Argentina's Griesafault." Project Syndicate, 7 de agosto.
- — —. 2015a. "A Fair Hearing for Sovereign Debt." Project Syndicate, 5 de marzo.
- — —. 2015b. "Argentina shows Greece there may be Life after Default." *The Huffington Post*, 5 de marzo.
- — —. 2016a. "Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works." In *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, editado por Martin Guzman, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz. New York, NY: Columbia University Press.
- — —. 2016b. "Argentina's Uncertain Prospects." Project Syndicate, 29 de enero.
- — —. Próximamente 2016. "A Soft Law Mechanism for Sovereign Debt Restructuring based on the UN Principles." *International Policy Analysis*.
- Guzman, Martin, Jose Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz. 2016. "Introduction." In *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, editado por Martin Guzman, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz, capítulo 1. New York, NY: Columbia University Press.
- Haley, James. 2016. "The Evolution of Bonding Technology, Creditor Committees and the IMF." CIGI Artículo No. 100. Waterloo, ON: CIGI.
- Helleiner, Eric. 2005. "The strange story of Bush and the Argentine debt crisis." *Third World Quarterly* 26 (6): 951-69.
-

- ICMA. 2014. "Standard Collective Action and Pari Passu Clauses for the Terms and Conditions of Sovereign Notes."
- IMF. 2004. *The IMF and Argentina, 1991–2001*. Informe de evaluación. Washington, DC: IMF.
- — —. 2016. "Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contracts." Informe para la Reunión del G20, 6 de abril.
- Levine, Matt. 2016. "Argentina's Worst Fight Comes Down to Its Worst Bonds." Bloomberg, 8 de febrero. www.bloomberg.com/view/articles/2016-02-08/argentina-s-bond-fight-comes-down-to-its-worst-bonds.
- Li, Yuefen. 2015. "The Long March towards an International Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring." *Journal of Globalization and Development* 6 (2): 329-41.
- Miller, Marcus y Dania Thomas. 2007. "Sovereign debt restructuring: the Judge, the vultures and creditor rights." *The World Economy* 30 (10): 1491-1509.
- Olivares-Caminal, Rodrigo. 2009. "Rank Pari Passu or Not to Rank Pari Passu: That Is the Question in Sovereign Bonds after the Latest Episode of the Argentine Saga." *Law and Business Review of the Americas* 15 (4): 745-78.
- Porzecanski, Arturo C. 2005. "From Rogue Creditors to Rogue Debtors: Implications of Argentina's Default." *Chicago Journal of International Law* 6 (1): 311–32.
- Reinhart, Carmen. 2015. "A Year of Sovereign Defaults?" Project Syndicate, 31 de diciembre.
- Reinhart, Carmen M. y Christoph Trebesch. 2016. "Sovereign debt relief and its aftermath." *Journal of the European Economic Association* 14 (1): 215-51.
- Schumacher, Julian, Christoph Trebesch y Henrik Enderlein. 2014. "Sovereign defaults in court." http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997.
- Shiller, Robert J. 2003. *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Singer, Paul. 2016. "The Lessons of Our Bond War." *The Wall Street Journal*, 24 de abril. www.wsj.com/articles/the-lessons-of-our-bond-war-1461531781.
- Stiglitz, Joseph E. y Daniel Heymann. 2014. *Life after Debt: The Origins and Resolutions of Debt Crisis*. Palgrave Macmillan.
- Sturzenegger, Federico, y J. Zettelmeyer. 2005. "Argentina's Restructuring: Some Facts and Some Questions." En LACEA, 10 Reunión Anual (Paris).
- — —. 2008. "Haircuts: estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998–2005." *Journal of International Money and Finance* 27 (5): 780-805.
- Thomsonin, Adam. 2005. "Query on Argentine debt swap clause." *Financial Times*, 14 de enero. www.ft.com/intl/cms/s/0/20792764-65d1-11d9-8ff0-00000e2511c8.html#axzz46NC66TjP.
- Varoufakis, Yanis. 2016. "Greek Debt Denial." In *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, editado por Martin Guzman, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz, capítulo 5. New York, NY: Columbia University Press.
- Weidemaier, Mark, Robert Scott y Mitu Gulati. 2013. "Origin myths, contracts, and the hunt for pari passu." *Law & Social Inquiry* 38 (1): 72-105.
- Wolf, Martin. 2004. "If the Debt Is Unpaid." *Financial Times*, 8 de marzo.
-