

Típo de documento: Tesis de maestría

Maestría en Derecho y Economía

Las reestructuraciones de deuda soberana a la luz del análisis económico del derecho

Autoría: Isasa, Matías

Año de defensa de la tesis: 2021

¿Cómo citar este trabajo?

Isasa, M. (2021) "*Las reestructuraciones de deuda soberana a la luz del análisis económico del derecho*". [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella <https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12363>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 4.0 Argentina (CC BY-NC-SA 4.0 AR)
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

ESCUELA DE DERECHO

MAESTRÍA EN DERECHO Y ECONOMÍA

**LAS REESTRUCTURACIONES DE DEUDA SOBERANA A LA LUZ
DEL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO**

ISASA, MATÍAS

LEGAJO: 03T474

TUTOR: DR. ADRIÁN E. COSENTINO

AÑO 2021

Agradecimientos

En primer lugar, a Inés. Gracias por tu amor, apoyo y paciencia de siempre. Sin vos, nada de esto hubiera sido posible. A Agus, Toto, Vicen y Alva que entendieron lo importante que era para mí completar esta etapa de mis estudios, aunque hubieran pasado tantos años.

En igual medida a mis padres que me apoyaron en toda mi formación académica y profesional; y especialmente en la posibilidad de cursar la Maestría en Derecho y Economía de la UTDT.

Los aportes de Pablo Carreras Mayer fueron claves, en general, para mejorar el contenido de la obra y, en particular, en la formulación matemática incluida en el Capítulo IV.

Por último, a Adrián Cosentino por sus muchos años de amistad y enseñanza. Sus aportes como director fueron esenciales para poder enfocarme en los aspectos más relevantes de la temática abordada.

Sumario

Este trabajo final de maestría pretende analizar la relevancia del diseño contractual de los bonos soberanos en la instrumentación de procesos de reestructuración de deuda ordenados. Utilizando herramientas propias de la teoría de los juegos, se analiza el desarrollo de los procesos de negociación que supone toda reestructuración de deuda, a la luz de las particularidades propias de los instrumentos de deuda soberana. Para ello se toman como casos de análisis las experiencias de reestructuraciones recientes hechas por Argentina.

Contenido

Agradecimientos	1
Sumario	2
Índice de gráficos	5
Índice de tablas	5
Introducción	6
Planteamiento de la hipótesis.....	7
Descripción del contenido.....	8
Capítulo I: Nociones básicas sobre endeudamiento soberano y las reestructuraciones de deuda ...	9
El marco contractual del endeudamiento soberano.....	9
Los programas de emisión de títulos públicos	10
Estructura de gobierno de los programas de deuda.....	11
¿Cuándo un soberano cae en <i>default</i> ? Análisis de los eventos de <i>default</i>	13
Remedios contractuales ante la ocurrencia de un <i>default</i>	16
Marco jurídico aplicable a las reestructuraciones de deuda soberana	18
Evolución estilizada del ambiente litigioso	21
Fase 1: erosión de la inmunidad soberana	23
Fase 2: la aparición de los fondos buitres	26
Fase 3: a la caza de activos.....	28
Reflexiones sobre el accionar litigioso contra soberanos	28
La evolución del desarrollo contractual	32
Las cláusulas de acción colectiva.....	33
Cláusulas de agregación	34
La cláusula <i>pari passu</i>	38
Conclusiones del Capítulo I	41
Capítulo II: Reestructuración y negociación de deudas soberanas.....	43
Los procesos de reestructuración en perspectiva histórica.....	43
La instrumentación de las reestructuraciones de deuda soberana	46
Identificación de los tenedores	47
Identificación de la deuda elegible y análisis de sustentabilidad	47
Delineamiento de la oferta y aspectos regulatorios	48
Negociación e instrumentación de la transacción	48

Manipulando los incentivos de los acreedores: “zanahorias y garrotes”	49
Incentivos positivos (“zanahorias”).....	50
Incentivos negativos (Garrotes)	57
Representatividad de los acreedores.....	59
Conclusión del Capítulo II.....	60
Capítulo III: Las reestructuraciones de deuda de Argentina (2005-2010 y 2020).....	61
Introducción	61
Canjes de 2005 y 2010: hechos estilizados	61
El canje de 2010	64
La solución definitiva de los litigios.....	66
El canje de 2020	70
La propuesta.....	72
La posición del FMI.....	73
La deuda elegible.....	74
Principales características de la propuesta	74
Resultados de la transacción.....	78
Conclusiones del Capítulo III	79
Capítulo IV: Análisis de las reestructuraciones de Argentina (2005-2010 vs. 2020) bajo el Análisis Económico del Derecho	80
La negociación como un proceso de distribución de pérdidas	81
Fallas de coordinación en las negociaciones de deuda soberana.....	81
Asimetría de información y riesgo moral.....	82
Los <i>holdouts</i> como una expresión del <i>free-rider</i>	83
Desarrollo del juego	85
Estructura básica del “juego” de negociación: jugadores, etapas y estrategias.....	87
Evaluación óptima de las estrategias: la lógica de la “inducción hacia atrás”	90
El proceso de toma de decisiones de los tenedores	92
Los incentivos de los acreedores en el marco de la decisión <i>pari passu</i>	99
¿Las CAC’s solucionan el problema?	104
Impacto del uso de las CAC en el canje de Argentina (2020).....	108
Impacto de las innovaciones contractuales en el juego	119
Conclusiones	123
Bibliografía	127

Índice de gráficos

Gráfico 1: Fases de la evolución de la actividad litigiosa contra soberanos	22
Gráfico 2: Relevancia del tamaño de las reestructuraciones y los niveles de quita en la actividad litigiosa	31
Gráfico 3: Evolución de las Reestructuraciones Soberanas 1956-2013	45
Gráfico 4: Línea de tiempo estilizada de una reestructuración de deuda soberana	46
Gráfico 5: Canje 2010 - Montos Ingresados y porcentaje de Aceptación	65
Gráfico 6: Etapas y acciones en el juego de negociación	88

Índice de tablas

Tabla 1: Mayorías requeridas (en porcentajes de capital emitido y pendiente de pago)	37
Tabla 2: Reestructuración de la Deuda Soberana por tipo de acreedor	44
Tabla 3: Opciones de paquete ofrecidos en el canje 2005	62
Tabla 4: Montos emitidos Canje 2005 ^(*)	63
Tabla 5: Canje 2010. Opciones de Paquetes Ofrecidos	65
Tabla 6: Principales características de la Propuesta	75
Tabla 7: Opciones de bonos de salida y montos máximos de emisión	77
Tabla 8: Ejemplo de mayorías exigidas para bloquear la aplicación de CAC's y cláusulas de agregación (bajo la visión del tenedor)	106
Tabla 9: Resultados de la primera propuesta bajo regla de doble umbral	112
Tabla 10: Efectos de la re-designación	113
Tabla 11: Resultados de la segunda propuesta bajo regla de umbral único con condición de uniformidad	114

Introducción

Esta tesis propone analizar las reestructuraciones de deuda soberana bajo la mirada del Análisis Económico del Derecho (AED), tomando para ello la experiencia de Argentina en los canjes de deuda de 2005 y 2010, por un lado, y 2020, por otro.

Según Pascual (2014) el AED consiste en *“estudiar —bien con una finalidad práctica, bien con una finalidad puramente cognoscitiva— las normas jurídicas aplicando los conocimientos y métodos proporcionados por la economía”*. Por su parte, Stordeur (2011) lo define como *“el empleo de la teoría económica ... a los fines de explicar el sistema legal, predecir sus consecuencias, o bien, recomendar cambios con la finalidad de obtener resultados eficientes u otras metas usualmente consideradas valiosas”*.

En particular, el AED positivo permite posar la mirada en las ineficiencias que pueden darse en la aplicación real de determinados institutos jurídicos (leyes, regulaciones, contratos, etc.). Ineficiencias miradas desde el punto de vista de costos (o pérdidas de valor) para las partes involucradas en dicha relación jurídica.

En definitiva, como dicen Arjona Trujillo y Rubio Pardo (2002), el AED se ha aproximado a los fenómenos jurídicos haciendo uso de las herramientas de la teoría económica. En particular, la teoría de los juegos brinda un marco conceptual muy adecuado para el análisis de los contratos de deuda y los problemas asociados a los procesos de reestructuración.

Tal como lo destaca Stordeur (2011) se puede emplear economía y teoría de juegos para ilustrar los incentivos que subyacen a interacciones sociales complejas con enorme ventaja analítica respecto de descripciones en prosa basadas en experiencias o intuiciones. A este tipo de interacciones referirá esta tesis.

Existen vastos estudios acerca de cómo identificar y resolver ineficiencias; en particular en las reestructuraciones de deudas instrumentadas en títulos públicos. Sobre dicho análisis, en las últimas décadas se ha avanzado en soluciones contractuales para eliminar o reducir las ineficiencias que se presentan en estos procesos. Esos desarrollos contractuales, así como el marco normativo que regula la particular relación entre un deudor soberano y sus

acreedores han sido testeados en la práctica y se ha desarrollado importante jurisprudencia en torno a su aplicación. Argentina ha tenido mucho que ver con estos eventos.

Planteamiento de la hipótesis

Esta tesis propone una mirada de los procesos de negociación que ocurren en las reestructuraciones de deudas soberanas, considerando a tal fin la experiencia argentina, con el objetivo de mostrar de forma analítica cómo impacta la evolución del desarrollo contractual de los instrumentos de deuda soberana, a la luz de la evolución jurisprudencial observada en los tribunales de Estados Unidos.

En ese sentido, la hipótesis planteada podría resumirse en la siguiente pregunta:

“¿Qué tan eficientes puede resultar el diseño contractual de los bonos soberanos a la hora de ordenar y coordinar un proceso de reestructuración de esta deuda?”

Los procesos de reestructuración de deuda son procesos de negociación en lo que las partes pugnan por minimizar la pérdida de valor que supone la misma. Como tal, veremos diferentes grupos en disputa en pos de lograr alcanzar un resultado que suponga asumir el menor costo posible. Se pueden distinguir dos partes: por un lado, un deudor soberano en situación de *distress* y, por otro, un conjunto más o menos definido y más o menos numeroso de acreedores, negociando por lograr que el costo de la reestructuración lo absorba la parte contraria. Además, veremos que dentro de ese conjunto de acreedores se darán también pujas intra-grupo; caracterizadas como el comportamiento “*hold-out*” que no es más que una expresión del típico caso del “*free rider*”.

Utilizando herramientas de la teoría de los juegos se buscará mostrar cómo se desarrolla esa negociación vista como un juego de negociación secuencial en el cual, ante una situación de *distress*, el soberano realiza una oferta de canje de su deuda a acreedores que tendrán la opción de aceptarla o rechazarla. Sobre ese juego, posteriormente se mostrará cómo impactan en el mismo los desarrollos contractuales como las cláusulas de acción colectiva y, en particular, el innovador uso que hizo de las mismas Argentina en su canje de 2020. El objetivo final será determinar la eficiencia de estas cláusulas en el desarrollo de

procesos más ágiles y ordenados y que, por lo tanto, generen menos pérdidas para todas las partes.

Descripción del contenido

En el Capítulo I se expondrán nociones básicas acerca del marco legal y contractual aplicable a la deuda soberana y se pasará revista al desarrollo jurisprudencial en relación a estos procesos.

En el Capítulo II se expondrá el marco teórico de negociación subyacente a todo proceso de reestructuración de deuda soberana sobre el cual se posará posteriormente el análisis de los diferentes juegos. Este análisis se limita a la negociación de deudas soberanas instrumentadas en títulos públicos, dado que es en estos procesos en los que se exacerban los problemas de coordinación analizados.

El Capítulo III describe las transacciones sobre las cuales se realizará el análisis; puntualmente, las operaciones de reestructuración de deuda de Argentina de 2005-2010, por un lado, y de 2020, por otro.

En el Capítulo IV es la parte central del trabajo en la que se desarrollará el juego base y sus alteraciones, a partir del innovador uso de las cláusulas de acción colectiva hecho por Argentina en 2020.

Por último, en las conclusiones se expondrán resumidamente los principales hallazgos alcanzados con este análisis y una opinión sobre cómo pueden evolucionar los contratos de bonos soberanos a la luz de lo observado en la transacción de Argentina de 2020.

Es importante destacar que el marco teórico aplicable a las reestructuraciones de deuda soberana se basa en la obra “Crisis y Reestructuración de Deudas Soberanas: una visión sistémica desde la perspectiva de los mercados emergentes”¹ (Editorial Eudeba), del cual soy co-autor. En esta tesis buscaré actualizar y profundizar algunos conceptos vertidos en la referida obra.

¹. Disponible en: <https://www.eudeba.com.ar/E-book/9789502329543/Crisis+y+reestructuraci%c3%b3n+de+deuda+soberana>.

Capítulo I: Nociones básicas sobre endeudamiento soberano y las reestructuraciones de deuda

El marco contractual del endeudamiento soberano

Esta tesis se centrará en un tipo de deuda soberana en particular, que es la instrumentada en títulos públicos; a su vez, dentro de éstos, a los títulos públicos emitidos bajo ley y jurisdicción extranjera. Claramente, no es la única forma a través de la cual los países pueden endeudarse. Las fuentes de financiamiento de los soberanos son variadas, pero a los fines de mostrar y analizar los problemas de coordinación que se observan en estas relaciones crediticias, los bonos externos resultan el instrumento más interesante, dadas las complejas relaciones que se generan en torno a los mismos.

Cabe tener presente que los contratos de deuda soberana son, como todo contrato, incompletos por naturaleza. En términos del AED, los contratos tienen “*gaps*”, es decir, no prevén posibles soluciones que se pueden presentar durante la ejecución del mismo (Cooter y Ulen, 1999). Se tratan, en los términos planteados por Stordeur (2011), de transacciones socialmente diferidas en el tiempo, en los que surge el problema de la confianza en el cumplimiento de los contratos; en los que la ley aplicable, junto con otras instituciones y prácticas, constituye una herramienta central para otorgar credibilidad a las promesas, incrementando de ese modo el ámbito de la cooperación. El contrato de deuda soberana es aquél en una parte (el financiador) acepta dar dinero a cambio de una promesa futura de la otra parte (un deudor soberano) de devolver ese dinero con más los intereses prometidos en el contrato. En lenguaje de Cooter y Ulen, “*a good for a promise*”. Además de incompletos, son contratos largos, de muchos años de duración, con lo cual, muchas situaciones no previstas podrían efectivamente presentarse durante la ejecución del mismo.

El AED explica estos *gaps* a partir de la comparación entre el costo de negociación previo a la firma del contrato versus el costo del perjuicio ocurrido para las partes en caso de ocurrencia del hecho en cuestión. Cuando los costos de negociación (*ex ante*) son superiores a los costos *ex post* resulta eficiente dejar esos *gaps*. Como se explicará al hablar

acerca de la interpretación de la cláusula *pari passu*, típico componente de todo contrato de deuda soberana, a veces esos *gaps* simplemente se repiten históricamente sin que las partes realmente se planteen cuál es el verdadero sentido de esa previsión.²

Cuando los hechos no previstos en el contrato efectivamente ocurren, estos eventos se resuelven aplicando las normas supletorias correspondientes al marco normativo del país a cuya ley y jurisdicción se sometió el contrato. Esos marcos normativos también deben ser eficientes en resolver estas posibles disputas, alocando los costos entre las partes bajo criterios de justicia y eficiencia. Típicamente los contratos de deuda soberana se someten a jurisdicciones que han demostrado ser eficientes en la resolución de estos conflictos, como la ley del Estado de Nueva York o del Reino Unido. Como se explicará más adelante, existe sobre todo en la justicia estadounidense una vasta jurisprudencia que fue moldeando soluciones supletorias ante la ocurrencia de eventos no previstos contractualmente, donde por lo general, prima una interpretación literal (“*plain*”) de la letra del contrato.³

Los programas de emisión de títulos públicos

Los títulos públicos se emiten en el marco de un programa. Según Villegas y Villegas (2001), un programa de deudas consiste en “*un marco general de financiación con un límite cuantitativo y un plazo máximo dentro del cual tienen lugar diversas emisiones o diferentes períodos de suscripción, permitiendo fraccionar el importe total entre varias emisiones o períodos, en función de las circunstancias*”. Es decir, se trata de un marco contractual común (idénticas cláusulas de pago, de eventos de default, o el mismo mecanismo de enmienda, etc.) dentro del cual el emisor puede emitir series con términos y condiciones financieras acorde a las circunstancias del mercado al momento de cada emisión (plazos, tasas de interés, moneda, etc.).

Los programas se someten a la aprobación del regulador de la oferta pública de la o las jurisdicciones en las cuales se buscará formalizar la oferta. Típicamente los países de la región someten sus programas a la aprobación de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), autoridad regulatoria del mercado de capitales en Estados Unidos y de algún

². Para mayor información respecto del origen de la cláusula *pari passu* y el rol de los abogados a la hora de escribir contratos de deuda soberana ver Weidemaier y otros (2013).

³. Ver de la Cruz y Lagos (2021) pág. 36 y 37.

regulador de la oferta pública en Europa –por ejemplo, la Comisión de Supervisión del Sector Financiero (CSSF) de Luxemburgo–; para poder ofertar los títulos a inversores ubicados en estos centros financieros.

Estructura de gobierno de los programas de deuda

Dado que la contraparte del emisor en un título público es un grupo indeterminado de inversores anónimos que cambian constantemente de acuerdo a cómo esos bonos se negocian en el mercado de capitales, el gobierno o administración de los bonos emitidos bajo un programa generalmente se hace a través de una entidad financiera que actúa como contraparte del emisor y en representación de los tenedores.

Existen básicamente dos estructuras de gobierno, los contratos de agencia fiscal y los *indentures* o contratos de fideicomiso y, dentro de este último pueden distinguirse dos especies, el *trust indenture* utilizado en bonos estructurados en Nueva York y el *trust deed* que gobiernan bonos bajo ley inglesa.

La distinción entre estos tres tipos de contrato (agencia fiscal, *trust indenture* y *trust deed*) tiene que ver con la comunicación con los tenedores, la representación de los mismos y el conjunto de derechos que los tenedores detentan en su relación con el emisor, ya sea de forma individual o colectivamente. En todos los casos, son contratos firmados entre el emisor y una entidad financiera especializada que estará vigente y gobernará todos los aspectos referidos a la administración de los bonos durante toda la vigencia de los mismos. El Contrato de agencia fiscal es la estructura más simple basada en el ejercicio individual de los derechos de los tenedores. Bajo este contrato, el agente realiza mayoritariamente tareas administrativas (procesar pagos, llevar el registro de tenedores o transmitir información del emisor a los tenedores). El agente fiscal presta servicios para el emisor y no representa en ningún sentido a los tenedores (Häseler, 2012).

El *trustee* o agente fiduciario, en el marco del contrato de *indenture*, realiza estas mismas tareas, pero además cumple otras funciones vinculadas a la representación de los tenedores y el ejercicio de acciones de recupero (FMI 2020c). Como bien explican Villegas y Villegas (2001), bajo el *indenture*, “... la relación entre emisor y titular del bono se puede dividir en dos: la relación deudor-acreedor típica de cualquier instrumento de deuda,

relación que sigue siendo directa entre emisor y titular, pero las garantías contractuales provistas en el documento en beneficio de todos los tenedores constituyen una relación que va del emisor al fiduciario o trustee, para que este las ejerza en beneficio de los titulares.”

Bajo la figura del *trust deed* inglés, el *trustee* tiene la potestad y el deber de controlar el cumplimiento del emisor de sus deberes y obligaciones bajo el contrato, y de tomar medidas correctivas en caso de que observe algún tipo de incumplimiento. Por ejemplo, en el caso de un incumplimiento de pagos, el *trustee* es el único autorizado a ejercer acciones. En el *trust indenture* estadounidense los tenedores nunca pierden el derecho individual de accionar judicialmente contra el emisor ante eventos de incumplimiento. Este derecho está reconocido a favor de los tenedores en la Ley de *Trust Indenture* de 1939 que, si bien no obliga a emisores soberanos, su aplicación a la deuda pública resulta de estilo; sin perjuicio de que se observan también bonos emitidos bajo el formato de *trust indenture* que restringen el derecho individual de ejecución judicial,⁴ para dejarlo exclusivamente en cabeza de la entidad fiduciaria.

El *indenture* es el contrato más comúnmente usados en los programas de bonos de los países de la región. El contrato de agencia fiscal ha sido prácticamente abandonado dadas las claras ventajas en términos de representatividad que ofrece a los tenedores el *indenture* en sus dos versiones.

Tanto la doctrina como las organizaciones internacionales reconocen la importancia de utilizar *indentures*, ya que ofrecen protecciones adicionales contra la acción de tenedores disruptivos en tanto fijan limitaciones a las acciones de ejecución individuales y requieren distribución a pro rata del obtenido de las acciones de ejecución colectivas (FMI 2020c).

Mientras que los *indentures* son el instrumento más comúnmente usado en bonos emitidos bajo ley de Nueva York, las emisiones bajo ley inglesa usan casi exclusivamente los contratos de agencia fiscal. Según el FMI (2020c), la proporción de nuevas emisiones de bonos soberanos internacionales desde octubre de 2014 utilizando estructuras fiduciarias es de aproximadamente el 33% de los nominales emitidos, de los cuales aproximadamente el 92%

⁴. Häseler (2012) menciona los casos de bonos emitidos bajo ley Nueva York por Belice, Granada y la República del Congo.

se emitieron bajo ley de Nueva York y aproximadamente el 8% según ley inglesa. En esta última jurisdicción el uso de los FAA sigue siendo más relevante.

¿Cuándo un soberano cae en *default*? Análisis de los eventos de *default*

Desde un punto de vista estrictamente contractual, el *default* soberano puede definirse como la ocurrencia de determinados hechos, omisiones o actos jurídicos expresamente previstos en un contrato de deuda, como eventos de incumplimientos atribuibles al deudor obligado al pago. Es decir, cualquier evento de incumplimiento de alguna obligación prevista en el contrato a cargo del deudor.

Sin embargo, desde el punto de vista económico o financiero esa definición puede ser un poco más confusa, ya que entran a jugar términos como el “*default* técnico vs. sustantivo”, disquisiciones respecto a la capacidad de pago vs la voluntad de pago (*default* oportunístico), etc.⁵

De hecho, habrá situaciones en las que, aunque contractualmente no se configure un *default*, sí lo sean para el mercado, las calificadoras de riesgo o bajo los *credit default swaps*. Existen situaciones de *distress* soberano, que si bien para el mercado pueden asemejarse a un *default* –los precios de los bonos sufren igual pérdida de valor que en un *default*–, no son desde un punto de vista jurídico eventos de incumplimientos. Un ejemplo de un *default* contractual fue en el caso de Argentina 2001, con una declaración de no pago y vencimientos de deuda efectivamente no atendidos. En los casos de Uruguay (2003) y Grecia (2012), nunca se llegó a producir un hecho o un acto de gobierno que pudiera entenderse como un evento de *default*. Grecia logró, a través del apoyo financiero brindado por el FMI y el Banco Central Europeo, cumplir con todos sus compromisos de pagos durante el período en el que negoció con sus acreedores privados. Además, luego de completado este proceso, decidió continuar sirviendo la deuda no reestructurada. Uruguay, por su parte, logró llevar adelante rápidamente un proceso de reestructuración de su deuda sin dejar de pagar en ningún momento y también continuó sirviendo aquella deuda que no fue reestructurada.

⁵. Para mayor abundamiento acerca de la definición de *default* se sugiere Ams y otros (2018).

En definitiva, el concepto económico de *distress* no tiene una referencia específica a los contratos de deuda ni un significado jurídico preciso como sí lo tiene el concepto de *default*. Sin embargo, el desarrollo de cláusulas contractuales está atado a la necesidad del emisor de brindar garantías de pago a los inversores. El objetivo de las cláusulas contractuales es mitigar, hasta cierto punto, el riesgo de default asumiendo compromisos que generen costos en caso de incumplimiento y, de esa forma, reducir el costo de financiamiento *ex ante* para el soberano. El desarrollo contractual también busca ofrecer mecanismos de resolución de conflictos eficientes a ser aplicados en aquellas circunstancias en las que el deudor no cuenta con la capacidad financiera de hacer frente a su deuda. Las cláusulas contractuales más relevantes serán aquellas que *“afecten el costo para el soberano de incumplir con sus obligaciones de pago en los buenos tiempos y la capacidad de los acreedores de reestructurar la deuda en los malos momentos”* (Choi y otros, 2011: 2).

El evento de incumplimiento más relevante en un título ejecutivo es el no pago de las obligaciones asumidas. Los títulos públicos son incausados, es decir, la obligación de pago de intereses y de devolución del capital prestado al vencimiento son circunstancias objetivas que no dan lugar a mayor análisis acerca de las causas por las cuales los pagos no se concretan. Por ejemplo, los bonos emitidos por Colombia bajo su programa aprobado por la SEC establecen literalmente en la cláusula de Eventos de Default que los mismos pueden ocurrir *“sin perjuicio de la razón de dicho Evento de Default y sin perjuicio de si el mismo fue voluntario o involuntario o se produjo como consecuencia de una ley o de conformidad con una sentencia, decreto u orden de cualquier corte o de una orden, decisión o regulación de cualquier cuerpo administrativo o gubernamental...”*.⁶ Este es un factor relevante a la hora de analizar las probabilidades que tienen los tenedores de deuda de obtener una sentencia favorable luego de ocurrido en el *default*, tal como se explicará en el desarrollo del juego en el Capítulo IV.

Los contratos de deuda suelen incorporar otros eventos de incumplimiento. Por ejemplo, el *cross-default*, que se gatilla a partir de un incumplimiento ocurrido en otras deudas de un mismo deudor. Según cada instrumento de deuda, el default cruzado se puede dar ante

⁶. Sección 5 de los Términos de los Títulos de Deuda (Anexo C del *Indenture*).

incumplimientos en otros bonos o en otros instrumentos de deuda. Asimismo, puede incluir incumplimientos en relación a cualquier deuda de ese soberano o solamente a su endeudamiento externo. Generalmente ese incumplimiento cruzado debió también haber generado una aceleración de pagos en el instrumento en el que se produjo el default directo.

Otro evento es la declaración de moratoria es la expresión de la decisión soberana de suspender pagos de su deuda, generalmente la deuda externa. Un ejemplo de declaración de moratoria fue Argentina en 2001. El entonces Presidente interino Rodríguez Saa anunció ante la Asamblea Legislativa la decisión del Gobierno Nacional de suspender los pagos de la deuda externa.⁷ Es decir el hecho que generó el *default* de Argentina no fue puntualmente el incumplimiento de un servicio de deuda sino esta declaración de suspensión de pagos. El primer servicio de deuda que se omitió pagar fue un vencimiento por U\$S 4,3 millones el 24 de diciembre de 2001.⁸

También pueden calificarse como eventos de default ciertos incumplimientos de otras obligaciones diferentes a la obligación de pago puede dar lugar a un evento de *default*. Por ejemplo, los bonos pueden prever obligaciones de presentar determinada información a los organismos reguladores relevantes o a los mercados donde los títulos están listados, pueden prever también la obligación de mantener determinados agentes contratados, como por ejemplo un agente de proceso en donde el deudor pueda ser notificado de demandas en su contra en la jurisdicción que se hubiera pactado, o un agente de pago en determinada jurisdicción, etc. En estos casos se exige que ese incumplimiento genere un perjuicio sustancial y este hecho debe ser acreditado por quien lo alega para ser considerado un evento de incumplimiento.

⁷. En dicha oportunidad el presidente Rodríguez Saá dijo: *“Vamos a tomar el toro por las astas. Vamos a hablar de la deuda externa. En primer lugar anuncio que el Estado argentino suspenderá el pago de la deuda externa. Esto no significa el repudio de la deuda externa. Esto no significa una actitud fundamentalista. Muy por el contrario, se trata del primer acto de gobierno que tiene carácter racional para darle al tema de la deuda externa el tratamiento correcto”*.

⁸. “La Argentina entrará hoy en *default*”, *La Nación*, 24 de diciembre de 2001. Disponible en <http://www.lanacion.com.ar/361819-la-argentina-entrara-hoy-en-default>.

Un buen ejemplo de violación de una obligación diferente a la de pago la violación de la cláusula *pari passu* que tanta relevancia tuvo en la saga de litigios vivida por Argentina y que tratará más adelante.

Remedios contractuales ante la ocurrencia de un *default*

La aceleración de la deuda pendiente

La aceleración de la deuda es el derecho de los acreedores de requerir, ante un evento de incumplimiento, el pago de todo el capital e intereses devengados y pendientes de pago. La aceleración debe hacerse por serie; típicamente, con el consentimiento de acreedores que representen el 25% del monto pendiente de pago.

Hahn (2010) define la aceleración como una “cláusula anti-financiamiento” ya que supone abandonar el factor tiempo incorporado en cualquier financiamiento en favor de una resolución y terminación inmediata de la relación contractual. La misma estará sujeta a la existencia de una ventaja económica derivada de su ocurrencia, además de la posibilidad y voluntad de los acreedores que la requieran de agotar la vía judicial que inevitablemente traerá aparejada.

Es decir que la aceleración es un proceso que queda bajo la órbita de los tenedores y su ocurrencia dependerá del análisis de costos y beneficios. La historia del endeudamiento público está plagada de casos de *default* que no fueron acompañados de una declaración de aceleración. Por ejemplo, los incumplimientos de préstamos sindicados a países emergentes en los años 60, 70 y 80 del siglo pasado.

La aceleración en general no es un mecanismo útil para alcanzar el objetivo de cobro. La gran mayoría de los *defaults* se producen por incumplimientos de pago, con lo cual suponer que un deudor que incumple un pago, por ejemplo, de un servicio de intereses, podrá cancelar el total adeudado, es por lo menos un argumento débil (Hahn, 2010).

Sin perjuicio de ello, la doctrina reconoce dos efectos adicionales a la función de recupero. El primero es el efecto disuasivo que la aceleración puede tener en el momento anterior a la situación de *distress*, transformándose en una previsión contractual que brinda a los acreedores los medios para evitar que el deudor se endeude excesivamente e incremente la posibilidad de un *distress* (Choi y otros, 2011). En segundo término, la aceleración

también tiene un efecto igualador entre acreedores, al hacer que todos los que posean deuda acelerada puedan reclamar el total del capital prestado. Si la deuda no pudiera ser acelerada, el acreedor deberá esperar a cada vencimiento de intereses y de capital para reclamar el monto adeudado a cada momento. La combinación del remedio de la aceleración y la cláusula *cross default* generan el complemento necesario para que acreedores que no hubieran sufrido un incumplimiento en el cronograma de pagos de sus créditos puedan acelerarlos ante un incumplimiento de ese mismo deudor ocurrido en otro crédito (Hahn, 2010).

Ejercicio de acciones judiciales

Los *indentures* generalmente prevén que quien está legitimado para el ejercicio de la acción judicial de recupero es, en primer término, el *trustee*. Sujeto a que tenedores que representen por lo menos el 25% del monto *outstanding* del bono en *default* hayan requerido y reclamado el pago al emisor y este no lo haya realizado, el *trustee* puede iniciar acciones. En la práctica es poco usual ver que el *trustee* se muestre activo en el ejercicio de acciones judiciales en contra del deudor. Es decir, cumplen un rol más administrativo que sustancial (Bruno, 2013). Inclusive, aun en el supuesto de que inicie acciones judiciales y obtenga una sentencia en favor de los tenedores, difícilmente inicie acciones de ejecución de esa sentencia. Además, en estos casos se activaría la "*sharing clause*", o cláusula de solidaridad, a partir de la cual todo lo que el *trustee* logre recuperar será distribuido a pro rata entre todos los tenedores.

Sin perjuicio de ello, los documentos bajo ley estadounidense también incluyen una cláusula llamada "Derecho incondicional de cada tenedor a recibir los pagos comprometidos y a ejercer las acciones judiciales". La explicación se encuentra en las características propias del *trust indenture* estadounidense, que siguen la premisa de la Ley de Fideicomisos de 1939 que reconoce, a los acreedores de un deudor corporativo, el derecho absoluto e incondicional de demandar individualmente el pago de la deuda incumplida. La tradición ha hecho que este derecho sea consagrado también en los contratos de deuda soberana.

Consecuentemente, la cláusula de limitación de las demandas por parte de los tenedores se trata de una acción colectiva o solidaria, iniciada por el *trustee* (o eventualmente por un

tenedor) en beneficio de todos los tenedores de la serie; mientras que la acción prevista en la “Cláusula de limitación de las acciones judiciales de los tenedores” es una acción individual, que puede ser iniciada por cada tenedor para su exclusivo beneficio.

Los tenedores pueden ejercer la acción individual mediante la cual pueden buscar una sentencia de cobro, pero solamente por el monto de la tenencia del demandante, no por el total de la deuda emitida y pendiente de pago. Aquí no se aplican las reglas de distribución a pro rata y lo que cada demandante logre ejecutar por la vía de la acción individual estará destinado a satisfacer su propia acreencia.

Marco jurídico aplicable a las reestructuraciones de deuda soberana

Los estados son entidades de existencia necesaria. Un país que no honra sus deudas no puede quebrar y liquidarse, tal como ocurriría con una entidad privada en iguales circunstancias y la deuda soberana típicamente no está garantizada con colaterales (Schumacher y otros 2015).

En central entender esta distinción entre el estado deudor versus un privado, dado que de la misma se desprenden algunos preceptos claves para entender los procesos de reestructuración de deuda soberana (imposibilidad de quiebra y liquidación, régimen de inmunidades, etc.).

En términos generales, los procesos de reestructuración de deuda soberana se realizan de conformidad a normas internas dictadas por el propio soberano deudor, por la legislación y jurisprudencia de los países a los que los contratos de deuda fueron sometidos y las propias cláusulas contractuales de los bonos en cuestión.

Las normas nacionales dictadas por el propio deudor en general están destinadas a instrumentar la decisión soberana de suspender el pago de la deuda y/o de reestructurarla, o a la decisión de declarar el estado de emergencia o de estado de necesidad, en el marco del cual se habilitan modificaciones unilaterales a las condiciones de pago de la deuda sometida a la ley doméstica de ese país.

Dichas conductas del soberano serán meritadas por los acreedores a la luz de los contratos que unen a ambas partes y, de dicho análisis, surgirá si el accionar unilateral del soberano violenta algún derecho contractualmente adquirido por los acreedores. Allí encontraremos

las pautas para la configuración de los posibles eventos de *default* y las consecuencias que acarrearán estos y los procedimientos que deberán llevarse adelante para salvar esas consecuencias y, en ciertos casos, para reestructurar las condiciones financieras de la deuda en cuestión, como son las cláusulas de acción colectiva.

Las leyes y medidas de gobierno internas del deudor deberán ser evaluadas eventualmente por los jueces que tengan jurisdicción para resolver cualquier conflicto en torno a su deuda pública. En el caso de la deuda doméstica, esos jueces serán los que resulten competentes bajo el marco normativo aplicable en el país deudor y si la deuda es externa, las medidas de tomadas por el deudor serán valoradas por jueces extranjeros, para lo cual resultará relevante los marcos legales de esas jurisdicciones, en especial, las normas vigentes sobre inmunidad soberana, y otras defensas aplicables.

Sin embargo, no existe un marco normativo general e integral, ni de carácter interno ni internacional, que regule y fije pautas concretas para llevar adelante un proceso de reestructuración de deudas soberanas. Al menos, no existe un marco cuya aplicación resulte obligatoria para el emisor y para los acreedores para situaciones de *distress* financiero, garantizando al deudor la posibilidad de resurgir en una senda de crecimiento económico, reacomodando el peso futuro de su deuda en función de algún criterio de solvencia intertemporal (Brooks y otros, 2015).

De modo contrario, cuando una entidad privada se encuentra en una situación de *distress* financiero normalmente cuenta con un marco normativo de aplicación obligatoria, expresado a través de los diferentes regímenes concursales o de bancarrota consagrados a nivel nacional. Estos procesos prevén las acciones y defensas disponibles para cada parte, y contarán además con un tercero imparcial –típicamente un juez concursal– con la potestad de homologar los acuerdos que el deudor alcance con una determinada mayoría de éstos. Asimismo, muchos regímenes concursales consagran procedimientos de reorganización del deudor, que fijan las pautas en las cuales este puede renegociar su deuda sin perder el control de la empresa, generando un ámbito de trabajo que propicia el reencauzamiento de la actividad, preservando la empresa de intentos de liquidación oportunistas que perjudican a los acreedores en su conjunto. Los regímenes concursales permiten también

resolver problemas de equidad entre acreedores a través del sistema de privilegios conocido por los acreedores al momento de prestar, lo que les permite estimar las posibilidades de recupero de su inversión en caso de que no se alcance un acuerdo (Gelpern, 2004).

Es cierto que los eventos de insolvencia privados se resuelven sustancialmente fuera de las cortes, mediante acuerdos voluntarios entre el deudor y sus acreedores; sin embargo, la existencia de la “sombra de la liquidación” es lo que genera los incentivos para que las partes avancen en esa negociación. Si la misma se frustra, entonces el deudor deberá ser puesto en bancarrota judicial, y en ese punto la posición de los acreedores será determinada por la ley (Wood, 2014). En el caso de los soberanos, no existe la sombra de la liquidación y consecuentemente el balance de poder en la negociación no es igual que en el caso del concurso privado, ya que el soberano, como tal, nunca podrá ser liquidado.

También pesa el principio de soberanía que los Estados se reconocen entre sí desde tiempos inmemoriales. El principio de soberanía supone la facultad del Estado de ejercer sus poderes públicos, con exclusión de cualquier otro poder. Este concepto de soberanía, trasladado al ámbito de la jurisdicción, supone que el Estado no puede quedar sometido a los tribunales o leyes de otro Estado (Trucco, 2007). En este contexto, los Estados no están preparados para consentir restricciones políticas impuestas por extranjeros, mucho menos por sus prestamistas (Wood, 1980). Si bien el principio de soberanía absoluta de los estados se ha ido diluyendo con el tiempo -de la mano de la decisión de éstos de comenzar, luego de la Segunda Guerra Mundial, a involucrarse en actividades de naturaleza cada vez más comerciales-, el mismo sigue excluyendo a los acreedores del control de los principales activos del deudor, su economía nacional y sus finanzas públicas (Gelpern, 2004).

Sin perjuicio de estas limitaciones, han existido innumerables intentos de crear un régimen concursal para soberanos que permita ordenar los procesos de reestructuración de deuda, imponiendo reglas básicas que reduzcan las ineficiencias que acompañan naturalmente a los mismos. Es decir, procesos que tomen algunos elementos rectores del proceso de reorganización del deudor privado y se trasladen a las reestructuraciones de deuda soberana. De hecho, existen sistemas legales que contienen previsiones de carácter

concurzal para entidades de existencia necesaria como, por ejemplo, el Capítulo 9 de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos, mediante el cual se regula un plan de reorganización específico para entidades de existencia necesaria, como los municipios.⁹

Han sido muchas las propuestas tendientes a cubrir el vacío legal e institucional, sobre todo con relación al problema de coordinación entre los acreedores, siendo el más relevante el *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM) propuesto por el FMI (2002) y posteriormente dejado de lado. Las soluciones tendientes a cubrir este vacío legal que se observa en los procesos de reestructuración de deuda soberana terminaron viniendo por el lado del perfeccionamiento en el diseño de los contratos de deuda y las potenciales soluciones de naturaleza estatutaria, como el SDRM, fueron abandonadas.

Evolución estilizada del ambiente litigioso

Ante este marco jurídico aplicable, la alternativa litigiosa ante eventos de incumplimientos contractuales se transforma en una opción válida para los acreedores. Por tal motivo, en esta sección se analiza, siguiendo a Schumacher y otros (2014), cómo evolucionó el tratamiento jurisprudencial en los Estados Unidos, desde que se sentaron las bases normativas que hoy regulan estos procesos a través de la Ley de Inmunidades Soberanas de 1976.¹⁰

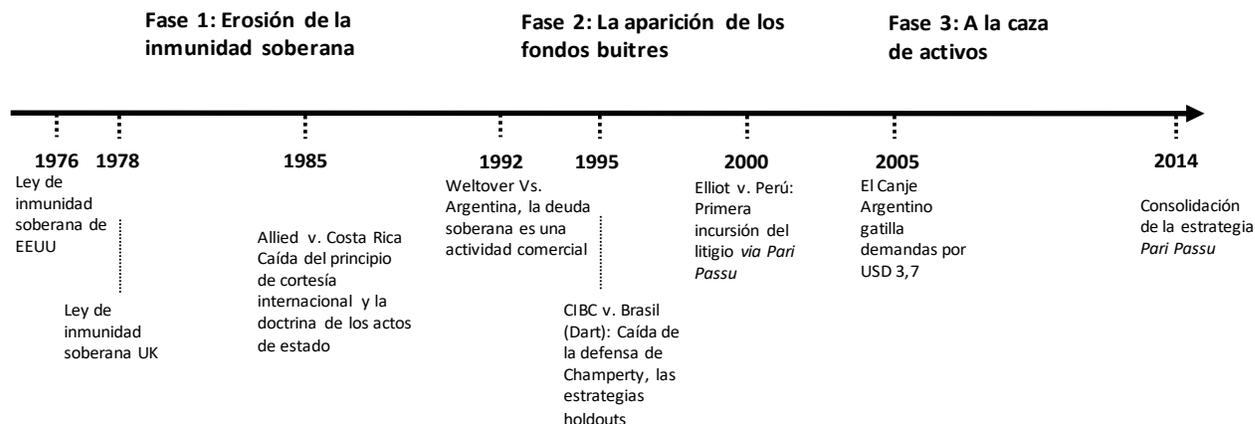
Schumacher y otros (2014) distinguen tres etapas de un proceso de evolución, a partir principalmente de la jurisprudencia de los tribunales estadounidenses, concluyendo que la situación de los deudores soberanos ha empeorado a partir de estas últimas décadas.¹¹

⁹. Para mayor detalle sobre sus características ver “Chapter 9: Bankruptcy Basics”, disponible en <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-9-bankruptcy-basics>.

¹⁰. En Cosentino y otros (2017), hemos desarrollado un análisis más profundo de la evolución normativa y jurisprudencial de la inmunidad soberana.

¹¹. Blackman y Mukhi (2010) formulan un análisis similar. Estos autores denominan a la Fase I “Los primeros años: la defensa de *champerty*”, la Fase II: *Pari Passu* y la Fase III: Litigios de ejecución; pero los hitos de cada fase son sustancialmente iguales a los planteados por Schumacher y otros (2014).

Gráfico 1: Fases de la evolución de la actividad litigiosa contra soberanos



Fuente: adaptación del esquema de Schumacher y otros (2014).

Antes de pasar a describir estas tres etapas, es interesante ver cómo ante estas situaciones excepcionales de crisis soberanas entran en conflicto dos principios jurídicos muy relevantes. Por un lado, el *default* soberano y la consecuente reestructuración de deudas resulta ser una reacción esperada y, hasta cierto punto, aceptable cuando un país soberano alcanza un nivel de crisis tal que seguir sirviendo su deuda suponga un riesgo a su propia existencia. Pero, por otro lado, desde la visión privatista de la deuda pública, los títulos públicos en los cuales esa deuda se instrumenta no dejan de ser contratos con privados, para los cuales rige el principio madre del derecho contractual de *pacta sunt servanda*, los contratos son ley entre las partes y se firman para ser cumplidos y respetados. Estas dos fuerzas, a veces contrapuestas, han sido expresadas a lo largo del tiempo como dos políticas de estado tradicionalmente sostenidas por el gobierno de los Estados Unidos. Por un lado, el apoyo a todo proceso de reestructuración de deuda soberano voluntario y ordenado¹² y por otro la política de respeto de los contratos.

¹². Ver por ejemplo el escrito de *amicus curiae* presentado por el gobierno de los Estados Unidos en “Allied Bank Int’l v. Banco Crédito Agrícola de Cartago”, 757 F. 2d 516 (Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito 1985) (Nº83-7714 y en apoyo a la posición de Argentina en su recurso de reconsideración y reconsideración *en banc* “NML Capital, Ltd. et al. v. Republic of Argentina” (12-105-cv (L), Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito, 2012).

La jurisprudencia muestra que con el correr de los años el principio *pacta sunt servanda* ha ido prevaleciendo frente a todas aquellas otras expresiones de la política de fomento las reestructuraciones voluntarias y ordenadas que servían de sustento legal a los países para llevar adelante sus reestructuraciones de deuda: la defensa de *comity* o cortesía internacional, la defensa de los actos de estado –*Act of State defense*–, el carácter absoluto de la inmunidad soberana, etc. (Panizza y otros, 2009).

Volviendo a la evolución del ambiente judicial en torno a las reestructuraciones de deuda, a continuación, se describen las tres etapas que distinguen Schumacher y otros (2014).

Fase 1: erosión de la inmunidad soberana

Esta fase se inicia con la sanción de las leyes de inmunidad soberana de 1976, en los Estados Unidos, y de 1978 en Reino Unido, que representaron una limitación al principio de inmunidad absoluta que impuso durante siglos el derecho internacional público. Ello en el marco de la crisis de deudas bancarias de los países en desarrollo en los años 80. El primer hito relevante es el caso “Allied Bank”,¹³ resuelto por la Cámara de Apelaciones del Segundo Distrito, que supone el colapso de la defensa de *comity* o cortesía internacional y de la doctrina de los actos de estado.

Tal como lo explican Bocuzzi y otros (2014), una de las principales defensas que utilizaron los soberanos luego de la entrada en vigencia de la Ley de Inmunidades Soberanas fue el argumento de la cortesía internacional. La misma fue definida por la Corte Suprema de los Estados Unidos en 1895, en el caso “Hilton v. Guyot”, como “*el reconocimiento que una nación atribuye en su territorio a los actos legislativos, ejecutivos y judiciales de otra nación*”.¹⁴ En tal decisión el mismo tribunal entendió que aplicando la cortesía internacional, las cortes estadounidenses deberían declinar el juzgamiento de actos de soberanos de otros países que tuvieran consecuencias dentro del territorio de los Estados Unidos; sin embargo, las cortes no deberían extender la cortesía internacional a

¹³. “Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola de Cartago”, 757 F.2d 516, 519 (2d Cir. 1985).

¹⁴. “Hilton v. Guyot”, 159 U.S. 113, 164 (1895). Disponible en <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/159/113/>.

procedimientos contra soberano *“cuando hacerlo resultaría contrario a las políticas o perjudicial a los intereses de los Estados Unidos”*.¹⁵

La doctrina de los actos de estado supone que las acciones tendientes a cuestionar la validez de actos públicos cometidos por los estados soberanos en sus propios territorios se consideran “no judiciales” en cortes de los Estados Unidos. Esta doctrina fue establecida por la Corte Suprema en el caso “Underhill v. Hernández”, en el cual el máximo tribunal sostuvo: *“Cada estado soberano está obligado a respetar la independencia de cualquier otro estado soberano, y las cortes de un país no juzgarán los actos de un gobierno de otro estado ocurridos en su propio territorio”*.¹⁶

Esta doctrina fue sostenida por la Corte Suprema de los Estados Unidos en muchos otros casos en relación a actos de soberanos extranjeros (Bocuzzi y otros, 2014). Así, en 1964 este tribunal resolvió el caso “Sabbatino”,¹⁷ estableciendo: *“[...] el Poder Judicial no examinará la validez de la toma de propiedad realizada dentro de su propio territorio por el gobierno de un estado soberano, existente y reconocido por este país al momento del juicio, en la ausencia de un tratado u otro acuerdo inequívoco referido a principios legales aplicables, aun cuando el demandante alegue que la toma de propiedad viola la ley consuetudinaria internacional”*. La Corte Suprema destacó que las preocupaciones de política que surgen de la doctrina de los actos de estado deben ser analizadas por el poder ejecutivo; por lo que su aplicación depende del impacto esperado en las relaciones internacionales que podría resultar de la revisión judicial de una corte de los Estados Unidos de un acto de gobierno de otro soberano en su propio estado (Bocuzzi y otros, 2014).

La defensa de cortesía internacional y la de la doctrina de actos de estado perdieron relevancia como herramientas de defensa de los soberanos en materia de *defaults* de deuda con el ya mencionado caso “Allied Bank”. En el contexto de una crisis económica vivida por Costa Rica en 1981, el gobierno de este país dictó medidas que supusieron restricciones cambiarias que impidieron a varios bancos locales cumplir con sus obligaciones financieras

¹⁵. Idem anterior.

¹⁶. “Underhill v. Hernandez”, 168 US 250, 252 (1897). Disponible en <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/168/250/>.

¹⁷. “Banco Nacional de Cuba (BNC) v. Sabbatino”, 376 US 398, 401 (1964). Disponible en <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/376/398/case.html>.

tomadas con entidades estadounidenses. En ese marco, se suspendieron los pagos de servicios de un préstamo sindicato tomado con 39 bancos. Posteriormente Costa Rica y todos los miembros del sindicato, menos Allied Bank alcanzaron un acuerdo de renegociación de dicho préstamo (Panizza y otros, 2009). Allied Bank inició una acción de cobro contra tres bancos costarriqueños de propiedad estatal. La corte de distrito rechazó la acción sobre la base de la doctrina de los actos de gobierno y, ante la impugnación, la cámara de apelaciones mantuvo la decisión, pero sobre la base de argumentos de cortesía internacional.

Tanto la industria financiera como el gobierno de los Estados Unidos cuestionaron la no judiciabilidad de actos del gobierno de Costa Rica contrarios a la ley y a sus políticas de estado (Bocuzzi y otros, 2014). El gobierno de los Estados Unidos destacó que su apoyo e a los programas de reestructuraciones de deuda impulsados por el FMI *“se otorga en el entendimiento de que, mientras las partes pueden acordar renegociar las condiciones de pago, las obligaciones subyacentes, sin perjuicio, se mantienen válidas y ejecutables”*.¹⁸ Con respecto a la doctrina de los actos de estado, el escrito de *amicus curiae* del gobierno destacó que, en este caso, dado que parte de la transacción ocurría en los Estados Unidos, el gobierno tenía un interés en la cuestión y la doctrina de los actos de gobierno no resultaba aplicable.

A partir de la presión ejercida por la industria financiera y por el gobierno, la Cámara de Apelaciones revisó su decisión, dictando una nueva sentencia en marzo de 1985, sosteniendo que ni la doctrina de los actos de estado ni la cortesía internacional podían impedir que las cortes de Estados Unidos puedan revisar la cuestión. (Bocuzzi y otros, 2014). Complementariamente *“Weltover v. Argentina”*,¹⁹ con fallo de la Corte Suprema de 1992, representa una fuerte limitación de la defensa de inmunidad soberana. En este último se fijan los parámetros para determinar la existencia de actividad comercial, que es una de las situaciones a partir de la cual se dejan de lado las defensas de inmunidad de jurisdicción y

¹⁸. Escrito de *amicus curiae* del gobierno de los Estados Unidos en *“Allied Bank Int’l v. Banco Crédito Agrícola de Cartago”* (Nº 83-7714).

¹⁹. *“Republic of Arg. v. Weltover, Inc.”* (91-763), 504 U.S. 607 (1992). Disponible en <https://www.law.cornell.edu/supct/html/91-763.ZO.html>.

ejecución. “Weltover”²⁰ se relaciona con otra importante crisis financiera vivida por la Argentina durante los años 80, que la llevó a modificar unilateralmente sus obligaciones de pago de su deuda externa. La Corte entendió que existía actividad comercial cuando “*el gobierno soberano actúa, no como un regulador del mercado, sino en la forma que lo haría un participante privado en el mismo*”. En este precedente la Corte Suprema también fijó como criterio que lo relevante no es el propósito buscado al desarrollar la actividad en cuestión, sino la naturaleza de la actividad: “*... la cuestión no es si el gobierno soberano está actuando con un afán de lucro o en cambio con la intención de alcanzar objetivos únicamente soberanos. Más bien, la cuestión es si las acciones específicas que el soberano desarrolla (sea cual fuere el motivo detrás de ellas) son del tipo de acciones a través de las cuales una parte privada se involucra en el intercambio, tráfico o comercio.*”

Fase 2: la aparición de los fondos buitres

A comienzos de los 90, con la masividad del mercado secundario de títulos públicos soberanos y las oportunidades de arbitraje que se generaron alrededor del mismo luego de la implementación del Plan Brady, surge la industria de los fondos buitres (Blackman y Mukhi, 2010). El primer caso jurisprudencial de relevancia es “CIBC v. Banco Central do Brazil”,²¹ llevado adelante por un vehículo financiero creado por la familia Dart. Este caso, resuelto en 1995 por una corte de distrito del Distrito Sur de Manhattan, representó la caída de la defensa de *champerty*.

La doctrina de *champerty* es un instituto de vieja data en el derecho del *common law*, por medio del cual se prohíbe la compra de deuda con el único fin principal de litigar. La Corte Suprema de los Estados Unidos la definió como “*el mantenimiento de un juicio en retorno de un interés financiero como resultado final*” (Bocuzzi y otros, 2014). En principio, no cabrían dudas de que el modelo de negocio de los fondos buitres está basado en comprar

²⁰. “Republic of Arg. v. Weltover, Inc.” (91-763), 504 U.S. 607 (1992). Disponible en: <https://www.law.cornell.edu/supct/html/91-763.ZO.html>.

²¹. “CIBC Bank and Trust Co. (Cayman) Ltd. v. Banco Central do Brazil”, 886 F.Supp. 1105 (SDNY 1995). Disponible en: http://www.leagle.com/decision/19951991886FSupp1105_11830/CIBC%20BANK%20&%20TRUST%20CO.%20v.%20BANCO%20CENT.%20do%20BRASIL.

créditos baratos con el objetivo principal de litigar su cobro; sin embargo, no resultó aplicable en este caso.²²

En CIBC, Brasil argumentó que CIBC había violado la sección 489 de la Ley de Procedimientos de Nueva York, sosteniendo que los demandantes que adquieren un reclamo en violación de la previsión de *champerty* pueden verse impedidos de recuperarlo. En este sentido alegaron que la transferencia del crédito a CIBC fue hecho con la intención y el propósito principal de demandar.

El juez sostuvo que si bien por el momento en que la demanda fue presentada –al día siguiente del vencimiento del período de espera previsto por el instrumento– podía inferirse que existía una conducta de comprar para demandar, basado en la demanda, ve razones para inferir que podrían existir otras intenciones, ya que el cedente del crédito cumplía otras funciones en relación con el financiamiento que, a partir de la transferencia del crédito, podían ser cumplidas por CIBC. Esta decisión de primera instancia no fue revisada ni confirmada por ningún tribunal superior.

En 1999, la Cámara de Apelaciones del Segundo Distrito resolvió “Elliott Associates LP v. Banco de la Nación” en el que se alegó la misma defensa. Elliot había adquirido deuda del Banco de la Nación de Perú y del Banco Popular del Perú por un valor nominal de U\$S 20,7 millones. Esta deuda fue elegible para el Plan Brady, sin embargo, Elliot no participó de esa operación; optando por demandar judicialmente el pago. La corte de distrito interviniente entendió que la demanda violaba la doctrina *champerty* (sección 489 de la Ley de Procedimientos de Nueva York); sin embargo la Cámara de Apelaciones revirtió esta decisión entendiendo que “*la adquisición de una deuda con la intención de presentar una demanda contra el deudor no es una violación de la norma donde, como en este caso, el propósito principal de la demanda es el cobro de la deuda adquirida*”.²³ La Cámara entendió que además existían argumentos de política pública que justificaban legitimar la posibilidad de demandar el pago de deuda en situación de *distress*; entre ellos: (i) el carácter voluntario

²². Existieron en el pasado iniciativas legislativas que buscan limitar el accionar de los fondos buitres sobre la base de estos mismos argumentos legales. En este sentido, Bélgica aprobó en 2015 una ley que supone una fuerte restricción al accionar de estos fondos en ese país, en donde se encuentra el principal sistema de *clearing* europeo.

²³. “Elliott Associates, L.P. v. Banco de la Nación”, 194 F.3d 363 (2d Cir 1999).

de los procesos de reestructuración de deuda (en este caso el Plan Brady) que supone que aquellos acreedores que no participen tienen derecho a cobrar en las condiciones originales; (ii) una decisión a favor del demandado haría que su deuda se vuelva menos líquida, lo que a su vez generaría un incremento del costo de financiamiento para los países en desarrollo; y (iii) resolver en contra de los demandantes generaría un incentivo perverso a los deudores soberanos a negarse a honrar sus deudas, desde una posición de litigios más fuerte (Bocuzzi y otros, 2014). A partir de este fallo resultaron muy pocas las circunstancias en las cuales los deudores soberanos pueden alegar este argumento.²⁴

Fase 3: a la caza de activos

Habiéndose allanados considerablemente los caminos para llevar a un soberano ante la justicia y condenarlo por sus incumplimientos contractuales, comienza en el año 2000 una etapa caracterizada por la discusión acerca de medidas judiciales tendientes a lograr la ejecución de las sentencias obtenidas; procesos que cuentan con protecciones más fuertes en el marco de las Ley de Inmunidad Soberana.

Esta etapa está marcada, en primer término, por el caso “Elliott v. Perú”,²⁵ que da inicio a la litigación en torno al argumento de la violación de la cláusula *pari passu*, como un daño distinto al incumplimiento de pago y, por lo tanto, habilitante de otro remedio judicial. Sin embargo, dado que Perú finalmente alcanzó un acuerdo transaccional con el fondo Elliott, no se agotó la discusión jurídica en torno al significado de dicha cláusula contractual.

Pero esta fase alcanza sin duda alguna su mayor grado de desarrollo con toda la litigación en torno al *default* de Argentina y al accionar altamente agresivo de los fondos buitres, particularmente de NML, propiedad de Paul Singer, EM de Kenneth Dart, y Aurelius, entre muchos otros.

Reflexiones sobre el accionar litigioso contra soberanos

Las motivaciones para demandar a soberanos eran muy bajas durante los años de financiamiento bancario, mientras que, a partir de la masificación de la evolución del

²⁴. Panizza y otros (2009) mencionan también el antecedente “Camdex International Limited v. Bank of Zambia” como antecedente de rechazo de la la defensa de *champerty* en Reino Unido.

²⁵. “Elliott Associates, L.P. v. Banco de la Nación and the Republic of Peru”. Docket Nos. 98-9268, 98-9319. Sentencia de la Corte de Apelaciones del Segundo Distrito de fecha 20 de octubre de 1999. Disponible en <http://caselaw.findlaw.com/us-2nd-circuit/1201641.html>.

mercado de capitales –que lo podemos situar a partir de la implementación del Plan Brady en varios países emergentes–, los incentivos crecieron enormemente. El financiamiento vía títulos públicos generó que posibilidad de actividad litigiosa se incrementara sustancialmente ante eventos de incumplimientos. Schumacher y otros (2014) concluyen que en los *defaults* actuales aproximadamente el 50% de los casos involucran algún tipo de disputa legal en tribunales extranjeros, mientras que, en la década de los 80, ese porcentaje apenas alcanzaba solamente al 5% de los casos. Esto se explica por varias razones:

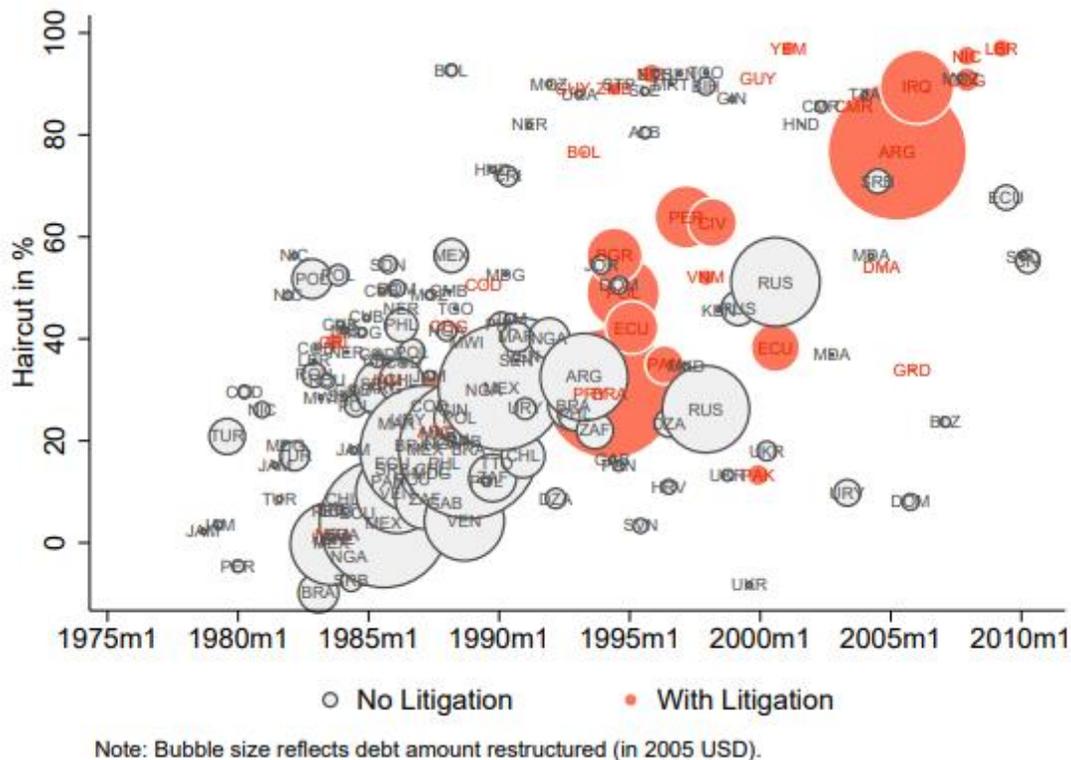
- i. Deber fiduciario: los fondos de inversión, que son unos de los principales inversores en este tipo de instrumento, no solo no enfrentan las mismas restricciones regulatorias que exigen a los bancos constituir provisiones contables, sino que en general asumen, frente a aquellos inversores que le proveen capital para invertir, un deber fiduciario de obtener las mayores ganancias posibles dentro del mandato otorgado.
- ii. Ausencia de presiones políticas o diplomáticas: en general los fondos de inversión no responden a este tipo de presiones como los bancos y los gobiernos de los países en donde estos están constituidos no intentan disuadirlos.
- iii. Ausencia de cláusula de solidaridad (*sharing clause*): los contratos de deuda en muchos casos habilitan el ejercicio de acciones individuales que no suponen compartir con todos los tenedores lo que un tenedor de manera individual pueda recuperar de su crédito. Esta situación genera muchísima descoordinación entre los acreedores en un fenómeno denominado “*rush to the courthouse*”. Este es un fenómeno propio de los *defaults* soberanos actuales, en donde la multiplicidad y heterogeneidad de acreedores dificulta la coordinación, generando incentivos para el accionar individual. En el caso de los soberanos no está prevista una suspensión de las acciones de recupero, generándose, consecuentemente, incentivos para comenzar estas acciones rápidamente bajo la lógica imperante del “*first-come, first-served*”.

- iv. Limitaciones en la aplicación del principio de inmunidad soberana: en los Estados Unidos, el reconocimiento de la inmunidad que hacen las cortes se ha ido restringiendo cada vez más.
- v. Accionar de los inversores especulativos: la existencia de tenedores de deuda que basan su negocio en comprar deuda “a precios de *default*” para luego intentar el recupero del total del capital más todos los intereses, muchas veces por la vía judicial es el motivo más fuerte de incremento de litigiosidad. Esta industria no existía cuando el financiamiento se instrumentaba en préstamos sindicados. El mercado secundario facilita enormemente la circulación de la deuda la venta a fondos litigiosos a precios de remate. El 75% de los casos judiciales que se inician por un *default* son planteados por fondos de manejo de deuda soberana en *distress* (Schumacher y otros, 2014).

Complementariamente a este análisis resulta interesante el planteo de Schumacher y otros (2015), en el cual buscan determinar cuáles son los factores jurídicos y económicos que permiten explicar la actividad litigiosa contra soberanos y predecir estos fenómenos. Este es quizás el único trabajo de comprobación empírica de ciertas conclusiones intuitivas que la academia sostiene respecto de los litigios que circundan a las reestructuraciones de deuda soberana.

En este marco se contrastan contra una base de datos con información de todos los procesos judiciales vinculados a deuda soberana formada a partir de la base de datos original de Schumacher y otros (2014), con información entre 1978 y 2010 y complementada con el análisis de expedientes judiciales en Estados Unidos y Reino Unido. Como primera confirmación, quizás obvia, el estudio demuestra que las probabilidades de litigio crecen con reestructuraciones más grandes (que involucran mayores volúmenes de deuda) y en ofertas con mayores niveles de quitas.

Gráfico 2: Relevancia del tamaño de las reestructuraciones y los niveles de quita en la actividad litigiosa



Fuente: Schumacher y otros (2015).

Pero el gráfico también muestra que los caos con litigios se vuelven más comunes a partir de mediados de los años noventa, que es justamente cuando se produce la masificación del uso de instrumentos de mercado como principal fuente de financiamiento.

Otra hipótesis analizada es que los casos litigiosos aumentan a mayor probabilidad de éxito de la estrategia judicial. Para testarla analizan qué posibles impactos tuvieron aquellos casos judiciales que resultaron ser hitos en el desarrollo de la jurisprudencia estadounidense (Allied Bank (1982), Weltover (1992), CIBC (1995) y Elliot (2000)); concluyendo que efectivamente ante cada fallo de relevancia en favor de la opción litigiosa, la cantidad de casos subsecuentes aumenta.

También toman como indicadores de la probabilidad de éxito de la estrategia litigiosa el nivel de apertura económica de los soberanos y su “capacidad administrativa”, concepto que refiere a sus recursos para enfrentar una correcta defensa en fueros internacionales.

Concluyen que ambos factores están positivamente correlacionados con la posibilidad de litigios. A mayor nivel de apertura económica, mayores serán las chances de hallar activos susceptibles de ejecución. A menor capacidad administrativa, menores serán con las chances del demandado de poder defenderse eficientemente en fueros internacionales y tomar medidas para proteger sus activos.

Otro factor que entienden relevante son los costos de litigios. Cuando un inversor profesional puede financiar a bajo costo una estrategia litigiosa –contar con fondos baratos para comprar deuda en default y financiar los juicios- las chances de que estos juicios ocurran son más altas. Las economías de escala también juegan un rol preponderante, en tanto gran parte de los costos judiciales son fijos.

Este estudio no abarca el impacto que el desarrollo contractual puede tener y efectivamente tuvo, como mecanismo para reducir la litigiosidad, que es el eje central del análisis propuesto en esta tesis. Como se explicará más adelante, el desarrollo de las cláusulas de acción colectiva y su aplicación práctica en algunos casos como Argentina (2020) y Ecuador (2020) han debilitado fuertemente la opción litigiosa.

La evolución del desarrollo contractual

Así como se ha expuesto la evolución del desarrollo litigioso, cabe también explicar cómo la ciencia jurídica –a través de académicos, profesionales y varias organizaciones internacionales- ha ido desarrollando soluciones de naturaleza contractual para reducir los costos asociados a un default y a soluciones no coordinadas que pueden sucederse *a posteriori*.

Más allá de la relevancia que varias cláusulas tienen en los contratos de deuda, en esta sección solamente se analizarán aquellas que juegan un rol central en armonizar los procesos de reestructuración de deudas atacando sustancialmente el problema de los acreedores *holdouts*. En esta línea el desarrollo contractual de las cláusulas de acción colectiva (CACs) y de agregación es central para entender esta evolución. También se repasarán otros desarrollos contractuales que van en el mismo sentido de desincentivar que los acreedores opten por recurrir a la solución litigiosa, como son los comités de acreedores y recientes modificaciones en el texto estándar de la cláusula *pari passu*.

Las cláusulas de acción colectiva

Uno de los principales problemas que dificultan la ejecución armónica de los procesos de reestructuración se encuentra en la falta de un tercero imparcial con la capacidad de imponer un acuerdo a los acreedores y en la falta de previsiones legales que impidan que las acciones individuales de ejecución de los acreedores, una vez abierto el concurso, puedan generar una reducción de los activos del deudor. Esta situación genera incentivos para que los acreedores de un deudor soberano actúen de forma individual y desorganizada. Ante este problema, los contratos de deuda pública se fueron perfeccionando de forma tal de reducir estos incentivos.

En ese contexto surgen las cláusulas de acción colectiva (CACs) que prevén que una determinada mayoría de tenedores, de forma consensuada con el emisor, pueden modificar ciertas cláusulas del contrato y que dichas modificaciones resulten obligatorias para todos los tenedores de los bonos enmendados, sin perjuicio de que estos no hubieran votado a favor de la propuesta.

A los fines de estas cláusulas, los contratos que gobiernan los bonos distinguen entre “materias reservadas” o “materias no reservadas”. Las primeras son las más relevantes ya que están vinculadas a las condiciones de pago del bono (típicamente, reducir el monto de capital adeudado o la tasa de interés; ampliar los plazos de pagos; cambiar la ley y jurisdicción aplicable, modificar las mismas cláusulas de modificación, etc.); y por tal motivo, las mayorías requeridas para su modificación son más altas. Las materias no reservadas se definen por diferencia; todas aquellas cláusulas y condiciones que no se identifiquen como materias reservadas en el contrato de deuda.

La incorporación de CACs en los bonos soberanos tiene bastante tradición en el mercado de Londres, en donde típicamente se establece un requisito de quórum mínimo y de mayorías de capital para poder aprobar las modificaciones y se suelen instrumentar a través de asambleas en las que participan los tenedores o sus apoderados. En cambio, la incorporación de CACs en bonos emitidos bajo ley de Nueva York se inicia recién en 2003. Estos instrumentos incorporan también la distinción entre “materias reservadas” y “materias no reservadas”; sin embargo, no es común observar el requisito del quórum de

tenedores. La instrumentación de las mismas se puede hacer tanto mediante asamblea de tenedores o por votos escritos.

La evolución se dio en primera instancia respecto de las mayorías exigidas. En los primeros documentos que incluyeron CACs se establecieron súper mayorías para la modificación de cláusulas reservadas. Así, por ejemplo, el *indenture* de Argentina de 2005, las mayorías son del 66^{2/3}% y del 75% para materias no reservadas y materias reservadas, respectivamente. Con el tiempo y viendo lo complejo que podía resultar para un soberano alcanzar las mayorías como para poder ejecutar las CACs, esos umbrales se fueron flexibilizando. El *indenture* de Argentina de 2016²⁶, establece una mayoría de más del 50% del monto outstanding para las cuestiones no reservadas y del 75% para el caso de materias reservadas.

Cláusulas de agregación

Las cláusulas de agregación permiten la aprobación, con el consentimiento de una determinada mayoría de tenedores, de modificaciones para un grupo de bonos. Es decir, en tanto las CACs están pensadas para ejercerlas de forma individual, para un único bono, las de agregación permiten al deudor instrumentar transacciones en las que se propongan modificaciones sobre un conjunto de títulos públicos; típicamente, sobre todos los bonos emitidos por el deudor en el marco de un mismo *indenture*.

En su origen, estas cláusulas exigían tanto una mayoría de capital para cada serie individual y una mayoría agregada, considerando el total de los bonos sujetos a la modificación. A esta versión se las puede conocer como “sistema de doble umbral de votos”; para distinguirlo al “sistema de umbral único”, más novedoso y que solo exigen una mayoría agregada del total de deuda elegible a la transacción.

Las cláusulas de agregación están generalmente incorporadas a los contratos que gobiernan los programas de deuda y, consecuentemente, pueden ser aplicadas a todas las series de bonos que se emitan en el marco de esos programas. Según el FMI (2003), las primeras emisiones que incorporaron cláusulas de agregación, en sus programas bajo ley de Nueva York, fueron las que se hicieron como consecuencia de los canjes de deuda de Uruguay en

²⁶ Disponible en: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/260000-264999/260740/res146.pdf>. (pág. 818 y siguientes).

2003 y de Argentina en 2005 y posteriormente fueron también incorporadas en los bonos emitidos en los canjes de República Dominicana y Grecia.

Siguiendo el sistema de doble umbral, los bonos emitidos por Argentina en su canje de 2005 prevén que para imponer de forma obligatoria a todos los tenedores de un conjunto de bonos una determinada decisión, resultará necesario el voto afirmativo de tenedores que representen el 85% del capital pendiente de pago de todas las series agregadas (umbral agregado) y, adicionalmente, el voto afirmativo de tenedores por el 66^{2/3}% de cada una de las series elegibles a la reestructuración (umbral individual).²⁷ Cabe aclarar que la opción de utilizar este mecanismo de doble límite o, simplemente, aplicar las cláusulas de acción colectiva (sin agregación) de forma individual a cada serie es una opción que reside en cabeza del emisor. Este doble límite en las cláusulas de agregación tiene la finalidad de evitar que el deudor pueda alcanzar un acuerdo con unos pocos tenedores que posean grandes porcentajes de la deuda, ignorando las pretensiones de otros tenedores con tenencias minoritarias.

El FMI (2013) destaca que la efectividad de las cláusulas de agregación se ve limitada en dos aspectos: por un lado, si bien la mayoría del 66^{2/3}% es más fácil de obtener que el típico umbral del 75% exigido en las cláusulas de acción colectiva individuales, aun permite que los acreedores obtengan una posición de bloqueo respecto de una serie en particular. Es decir, en la medida en que estos mantengan una tenencia algo superior al 33% de una serie, podrán bloquearla.

Sin perjuicio de ello, las versiones más actuales de cláusulas de agregación son las que responden al modelo propuesto por ICMA (2014) que contienen la opción de cláusulas de agregación sin el doble umbral.

La propuesta de ICMA (2014)

La International Capital Market Association (ICMA) es una asociación de entidades financieras que, bajo distintos nombres, ha existido por más de cincuenta años, con el

²⁷. Ver Suplemento de Prospecto de Argentina. Disponible en http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000090342310000252/roa-424b5_0428.htm.

objetivo de apoyar el negocio de sus miembros promoviendo el desarrollo y funcionamiento eficiente del mercado global de capitales.²⁸

Bajo ese rol, ICMA ha desarrollado en agosto de 2014 un nuevo modelo de cláusulas de acción colectiva y cláusulas de agregación que son consideradas la vanguardia en la materia.

A continuación, se resumen sus principales características:

- Regula de manera muy detallada todo el proceso de convocatorias a asambleas y el proceso de votación en las mismas.
- Prevé que los tenedores se puedan expresar de dos formas: mediante votos escritos o en asambleas, en este último caso, por sí o mediante representantes. En el caso de asambleas se pueden celebrar más de una, simultáneamente, en la medida en que estén destinadas a series agregables.
- Los criterios para hacer modificaciones son dos:
 - a) Por serie individual: se requiere el voto afirmativo de tenedores que representen, por lo menos, el 50% del capital pendiente de pago²⁹ para materias no reservadas, y el 75% para las reservadas.
 - b) Por series agregadas: la propuesta ICMA incluye dos criterios para contabilizar las mayorías: el sistema de umbral único o *single limb voting*, que exige solamente el voto afirmativo de tenedores por un 75% del capital pendiente de pago agregado y puede utilizarse en la medida que se cumpla con la condición de aplicación uniforme que se explica más adelante, o bien, el sistema de doble umbral o *two limb voting*, que exige, por un lado, un monto agregado de 66^{2/3}% y, adicionalmente, un monto individual por serie de 50%.
- El siguiente cuadro comparativo muestra las diferencias entre la propuesta ICMA y las mayorías previstas en el *Indenture* de los bonos emitidos por Argentina en sus canjes de 2005 y 2010:

²⁸. Ver <http://www.icmagroup.org/About-ICMA/Organisation/>.

²⁹. Para contabilizar el capital pendiente de pago no se computan las tenencias del sector público o que puedan ser manejadas por este directa o indirectamente. 1

Tabla 1: Mayorías requeridas (en porcentajes de capital emitido y pendiente de pago)

Técnica aplicada y tipo de cláusula	<i>Indenture</i> de Argentina (2005)	Propuesta ICMA aplicadas a Argentina (2016)
Serie individual, materia no reservada	66 ^{2/3}	50
Serie individual, materia reservada	75	75
Varias series agregadas (<i>single limb voting</i>)	---	75
Varias series agregadas (<i>two limb voting</i>)	85 del monto agregado más 66 ^{2/3} de cada serie	66 ^{2/3} del monto agregado más 50 de cada serie

Fuente: elaboración propia sobre el análisis de ICMA (2014) e *Indentures* de Argentina 2005 y 2016.

- La decisión sobre qué criterio utilizar para las votaciones que abarquen varias series es exclusiva del deudor.
- La asamblea puede ser convocada por el emisor o por el *trustee*, por sí o a pedido de por lo menos un 10% de los tenedores.
- La “Condición de Aplicación Uniforme”, aplicable a las mayorías de umbral único, exige que el emisor debe ofrecer a los tenedores de todas las series afectadas por la reestructuración “la misma contraprestación o menú de contraprestaciones”; como una manera de asegurar la equidad inter-acreedores (De la Cruz y Lagos, 2020). La manera en que pueden instrumentarse las modificaciones son dos, mediante canjes o mediante enmienda de los títulos existentes.
- La propuesta ICMA no especifica nada en relación a los quórum.
- Se incorpora también un capítulo específico sobre la información que debe ser provista por el emisor cuando convoca a hacer modificaciones a los títulos: descripción de las circunstancias económicas y financieras relevantes; existencia y estado de situación de negociaciones con otros acreedores; tratamiento a dar a la deuda externa que sea excluida de este proceso de reestructuración; detalles respecto sitio en el que se publicará la información.

ICMA también elaboró sugerencias respecto de la posibilidad de prever en los contratos de deuda la obligación del emisor de que, ante determinadas circunstancias, deban conformarse comités de acreedores con legitimación para negociar las eventuales propuestas de reestructuración. Esta propuesta se explica en el siguiente capítulo en oportunidad de analizar el problema de la representatividad de los acreedores en la negociación.

La cláusula *pari passu*

Otra cláusula contractual que se volvió relevante para los procesos de reestructuración de deuda es la cláusula *pari passu*. Si bien fue concebida como una cláusula tendiente a reforzar la capacidad de ejecución del acreedor, su potencialidad como mecanismo de ejecución de sentencias contra soberanos ha resultado muy exitoso.

La expresión latina *pari passu* puede ser traducida como “igualmente” o “a un mismo paso”. Se trata de una “obligación de hacer” (*covenant*) del deudor, que establece que los préstamos bancarios o los bonos en donde la cláusula se incorpora tendrán una posición igualitaria frente a todo otro financiamiento no garantizado de ese prestatario o emisor (Financial Markets Law Committee, 2005).

Una redacción estándar de esta cláusula podría ser: “*El emisor declara que sus obligaciones de pago bajo este contrato se ordenan y se ordenarán pari passu con todo otro presente y futuro endeudamiento externo no garantizado ni subordinado*” (Affaki, 2014) Los especialistas sostienen que la misma se incorporaba a los contratos de deuda con la finalidad de evitar la subordinación involuntaria de un acreedor o grupo de acreedores quirografarios frente a otros acreedores quirografarios.

Si bien muchos regímenes legales prohíben la subordinación sin consentimiento del acreedor, existen ciertos marcos normativos en los que, por ejemplo, el hecho de pasar el contrato de financiamiento por escritura pública ubica al prestamista en una posición de privilegio frente a otros acreedores. Se citan tradicionalmente como ejemplo de este tipo de subordinación involuntaria los marcos normativos de España y Filipinas; pueden encontrarse ejemplos en Affaki (2014), Blackman y Mukhi (2010) y Olivares-Caminal (2009). A los fines de mantener la igualdad entre acreedores no garantizados, el complemento de la cláusula *pari passu* ha sido tradicionalmente la cláusula *negative pledge*, mediante la cual

se limita la potestad del deudor de tomar nuevo financiamiento garantizado. Es decir, la cláusula *pari passu* tiende a proteger la igualdad entre acreedores quirografarios, para el presente y para el futuro; mientras que la cláusula *negative pledge* busca brindar seguridad a los acreedores quirografarios actuales de que en el futuro no surgirá un acreedor garantizado que someta a estos a una subordinación involuntaria.

Se cree que el traspaso de estas cláusulas a contratos de deuda pública ocurre cuando los países latinoamericanos comenzaron a buscar financiamiento en el mercado de Londres y, para ello, ofrecían a los posibles prestamistas la reserva de determinados flujos de ingresos públicos como garantía de sus bonos. Este tipo de reserva o afectación específica de flujos no era considerada una garantía propiamente dicha en el contexto de las cláusulas *negative pledge*, razón por la cual el deudor, aun con contratos que incluyeran esta cláusula, tenía la libertad de otorgarlas a nuevos financiadores.

En 1976 tuvo lugar una causa judicial en los Estados Unidos que se centró en la validez de este tipo de cesiones de recursos, “Citibank NA v. Ex-Im Bank of the United States”.³⁰ Los bancos Manufacturers Hanover y el US Eximbank ofrecieron a Zaire un préstamo que incluía la afectación de los ingresos de este país por sus exportaciones de cobre, canalizando las mismas a través del Manufacturers Hanover. La celebración de este contrato dio lugar a una acción judicial iniciada en los Estados Unidos por bancos que habían sido financiadores originales de Zaire y que veían que su posición como acreedores quedaría subordinada a la de los dos nuevos financiadores que, ante eventos de incumplimientos, podrían seguir cobrando del flujo de recursos públicos afectados. La causa fue transada y la afectación de las exportaciones no ocurrió, pero a partir de este caso las cláusulas *pari passu* y *negative pledge* fueron modificadas de forma tal de prohibir también acuerdos preferenciales que tuvieran el efecto práctico de constituir una garantía (Affaki, 2014).³¹

³⁰. “Citibank NA v. Export-Import Bank of the United States” (SDNY, agosto 1976) (No. 76 Civ. 3514) (CBM).

³¹. Para un análisis más detenido del origen de la cláusula *pari passu* en los contratos de deuda soberana se sugiere ver también Buchheit y otros (2004) y Weidemaier y otros (2013).

La discusión acerca del alcance de esta cláusula se ha centrado en dos visiones radicalmente opuestas, que estuvieron en el centro de la escena en la llamada “causa *pari passu*”, entre Argentina y algunos de sus demandantes.³²

Por un lado, se encuentra la interpretación clásica, más restringida, que requiere que las obligaciones dentro del alcance de cláusula *pari passu* se ordenen en un pie de igualdad (en inglés “*rank equally and ratably*”). Bajo esta visión restrictiva, el deudor está restringido de tomar medidas que supongan alterar el “*ranking legal*” de una deuda a través de su subordinación en favor de otros acreedores. Esta visión centrada en el *ranking legal* de las deudas supone que el deudor no podría tomar medidas legales o ejecutivas que discriminen a un acreedor o tipo de deuda para beneficios de otro, pero en ningún sentido supone alguna limitación al deudor para determinar a qué acreedor pagar y cuando (Affaki, 2014). La interpretación contraria es aquella que prevé que el deudor debe pagar a todos sus acreedores quirografarios equitativamente. Es decir, bajo esta línea interpretativa, se amplía a un ordenamiento en el pago (Affaki, 2014). Esta es la llamada “interpretación de pago” y fue la que se terminó imponiendo en los casos frente a Argentina.

La primera oportunidad para dirimir el alcance de la cláusula *pari passu* se dio en torno a la disputa entre el fondo Elliott Associates, LP y el gobierno de Perú en 2000. Si bien en este caso se otorgaron algunos remedios procesales basados en la violación de esta cláusula, dado que las partes transaron el juicio no se conformó una jurisprudencia relevante.

El debate acerca de la interpretación de esta cláusula en los tribunales estadounidenses se resolvió en la “causa *pari passu*” en favor de la interpretación amplia de pago. La Cámara de Apelaciones del Segundo Distrito entendió que Argentina, al pagar la deuda emitida en los canjes y no pagar la deuda en manos de los tenedores que rechazaron la oferta y litigaron, sumado a su conducta como “deudor recalcitrante”, como lo llamó una de los miembros de la Cámara, había violado esta disposición contractual. Como consecuencia dictó una orden tendiente a asegurar la reparación de dicha violación.

³². Llamaremos “causa *pari passu*” al incidente iniciado por NML y otros tenedores Identificado como “NML Capital, Ltd v. Republic of Argentina” (12-105(L)).

El mercado de deuda soberana ha comenzado a tomar medidas tendientes a limitar, por la vía contractual, futuras interpretaciones amplias de las cláusulas *pari passu*.

Sin perjuicio de ello, en otros antecedentes judiciales ocurridos luego de cancelada la deuda con los *holdouts* el mismo juez de distrito en un nuevo caso con Argentina³³ y la Cámara de Apelaciones en otro contra la Provincia de Mendoza,³⁴ viraron hacia una interpretación restrictiva de la cláusula. En la causa “White Hawthorne”, el juez Griesa clarificó la naturaleza del comportamiento de Argentina en relación a su violación de la *pari passu* en el pasado aclarando que dicha violación no se debió a un único elemento –pagar la deuda reestructurada mientras continuaba sin pagar la deuda de los demandantes- sino que su incumplimiento se debió a una serie de circunstancias, entre las que destacó una “conducta extraordinaria” del deudor, una “legislación dañina” –la Ley Cerrojo- y “declaraciones incendiarias” de las autoridades argentinas. En resumen, Argentina violó la *pari passu* por comportarse como un “particular deudor recalcitrante”, en los términos del juez (Blackmore y Lockman, 2017).

En definitiva, el riesgo de una interpretación judicial que pudiera poner en jaque los procesos de reestructuración soberana, que tantas personas y entidades levantaron oportunamente, se desvaneció con estas nuevas decisiones, más en línea con la interpretación homogénea de la cláusula como una indicación de ranking más que de pago.

Conclusiones del Capítulo I

Esta primera parte del trabajo se centró en mostrar cómo el marco normativo, tanto del país emisor como del país a cuya jurisdicción se someten los contratos de deuda, su jurisprudencia y los desarrollos contractuales sobre los que evolucionan estos contratos resultan ser factores de alta relevancia para fijar las condiciones bajo las cuales la negociación entre deudor y acreedores podrá llevarse adelante.

Se observan en este análisis elementos que juegan con claridad a favor de los emisores soberanos, como su propia naturaleza de entidad de existencia necesaria y las protecciones

³³. Ver decisión de la Corte de Distrito de fecha 22/12/16 en la causa White Hawthorne, LLC v. Republic of Argentina (16-cv-1042).

³⁴. Ver decisión de la Cámara de Apelaciones del Segundo Distrito de fecha 11/05/18 en la Causa Ajdler v. Province of Mendoza (No. 17-2704-cv).

sobre sus activos que ofrecen los regímenes de inmunidad soberana. Otros elementos consagran claros derechos en favor de los tenedores, como la posibilidad de acelerar la deuda impaga y demandar judicialmente su pago de forma individual. Otros factores impactan negativamente en el proceso de negociación, como la falta de un tercero imparcial que pueda llevar adelante un proceso de reestructuración de la deuda soberana imponiendo soluciones a las minorías reacias y la interpretación jurisprudencial de la cláusula de *pari passu*, cuando estamos frente a un “deudor recalcitrante”. Otros impactan positivamente, como el desarrollo de las cláusulas de acción colectiva y de agregación. El análisis exhaustivo de estos aspectos jurídicos sienta las bases para explicar cómo se desarrolla ese proceso de negociación.

Capítulo II: Reestructuración y negociación de deudas soberanas

Habiendo descrito y analizado el marco jurídico sobre el cual se asienta el análisis de los procesos de reestructuración soberana; en esta instancia se explica la dinámica propia de estos procesos y los hechos estilizados observados a lo largo de la historia de reestructuraciones de deuda soberana instrumentada en títulos públicos.

Las reestructuraciones de deuda ocurren en general en un ambiente político, económico y, muchas veces, social delicado. Son procesos dolorosos, que impactan, no sólo en el país deudor y en sus acreedores, sino también en los ciudadanos y empresas de ese país. Además, generalmente están asociados o son el resultado o son la causa de otras crisis de naturaleza política, del sistema financiero y sociales (Buchheit y otros, 2019).

Ante situaciones de *distress*, el mecanismo de resolución es la reestructuración de la deuda, siempre y cuando se encuadre en el marco de un programa que genere condiciones para que la capacidad de pago del soberano no se deteriore a posteriori.

En toda reestructuración de deuda la principal puja distributiva se observa entre el deudor y sus acreedores; donde el primero buscará reducir adecuar la deuda a su capacidad intertemporal de pago mientras que los acreedores buscarán una oferta lo más cercana a los valores nominales de sus créditos o, visto desde la otra cara de la moneda, reducir la pérdida. La otra puja distributiva puede observarse ocurre entre los diferentes tipos de acreedores; en la que cada grupo buscará también reducir la pérdida de valor para ellos.

Los procesos de reestructuración en perspectiva histórica

Los marcos en los que las reestructuraciones de deuda soberana se llevan a cabo dependen básicamente del tipo de deuda que se pretenda reestructurar.

Tabla 2: Reestructuración de la Deuda Soberana por tipo de acreedor

Acreedor	Bancos	Tenedores	Bilaterales (Gobiernos)	Multilateral (FMI y otros)
Mecanismo de reestructuración	Club de Londres (comités de acreedores)	Oferta de canje o enmienda	Club de París	Programas de renegociación (FMI). Tratamiento preferencial

Fuente: elaboración propia sobre la base de Das y otros (2012).

Las deudas de naturaleza bancaria y las deudas oficiales (de países o instituciones oficiales –bancos de desarrollo, ECAs, etc.- a países) cuentan con un marco informal de negociación comúnmente aceptado, como el Club de Londres y el Club de París. Son ámbitos tradicionales, que han servido como mecanismos para encauzar estos procesos de forma ordenada y donde el mismo club genera los incentivos para que sus miembros se sometan voluntariamente a la decisión de las mayorías. Si bien existen ejemplos de acreedores “rebeldes” que optan por la vía judicial, en general estas instituciones informales han sido eficientes ordenando estos procesos. En ellos se aplican criterios de solidaridad sobre los fondos cobrados por cada uno de ellos.

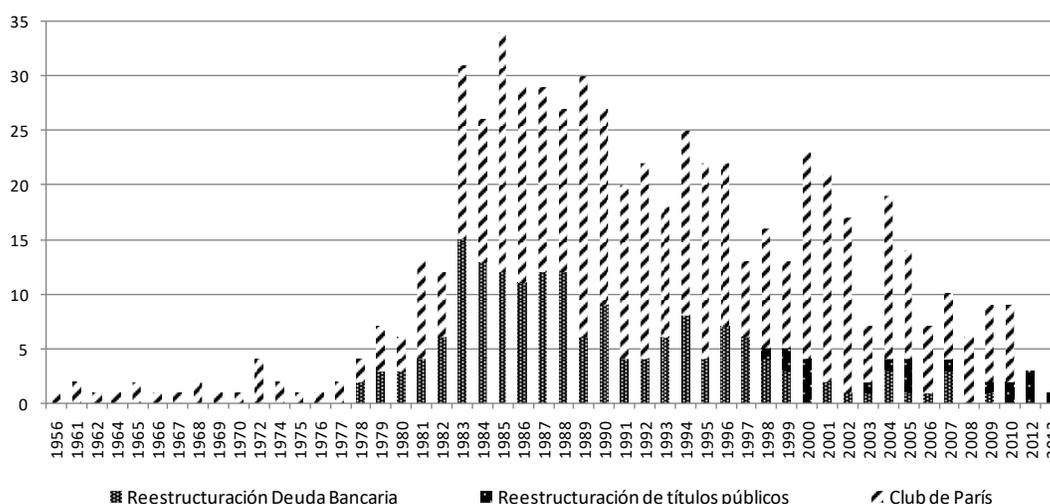
En el caso de las deudas multilaterales, es comúnmente aceptado que los soberanos, salvo raras excepciones, no incumplen estos compromisos. En el caso de FMI, pueden existir acuerdos por los que los vencimientos se reprograman o se otorgan nuevas líneas para cancelarlos; es decir, mecanismos por los cuales las partes evitan llegar a una situación de incumplimiento. Estas negociaciones suelen estar sometidas a condicionamientos que los países deben aceptar a cambio de las refinanciaciones. En definitiva, existe un principio ampliamente aceptado de que los organismos multilaterales, en su rol de prestamistas de última instancia, no son sometidos a situaciones de incumplimiento y, en general, no aceptan quitas de capital.

Esta tesis no se enfocará en estos mecanismos de reestructuración; sino en la de títulos públicos y, en particular, títulos públicos sometidos a jurisdicción extranjera que se reestructuran a través de canjes o enmiendas. Los títulos públicos, como mecanismo masivo

de financiamiento soberano se comenzaron a usar a partir de la década de los 90, luego de que varios países emergentes reestructuraran grandes stocks de deudas bancarias a través del llamado Plan Brady; convirtiéndolos en títulos con mercado secundario.

Analizando el período comprendido entre 1956 y 2013, se observa que hasta fines de los años 90 las operaciones de reestructuración fueron mayormente realizadas con organismos oficiales en el marco del Club de París y con bancos a través del Club de Londres. Por su parte, a partir de los años 2000 a la fecha, los soberanos en *distress* comenzaron a realizar principalmente reestructuraciones de títulos públicos.

Gráfico 3: Evolución de las Reestructuraciones Soberanas 1956-2013



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Trebesch y otros (2011) – Das y otros (2012).

Mirando exclusivamente las reestructuraciones de deuda soberana con acreedores privados, instrumentada a través de préstamos bancarios o la emisión de títulos públicos, Trebesch y otros (2011) encuentran que durante la década de los 70 no se realizaron reestructuraciones de deuda con bancos ni tampoco con deuda contraída con tenedores de bonos.³⁵ La primera reestructuración que involucró bonos fue recién a comienzos de los años 90, después de la implementación del *Plan Brady*. A partir de estos años, las reestructuraciones de bonos tuvieron mayor preponderancia para los soberanos que

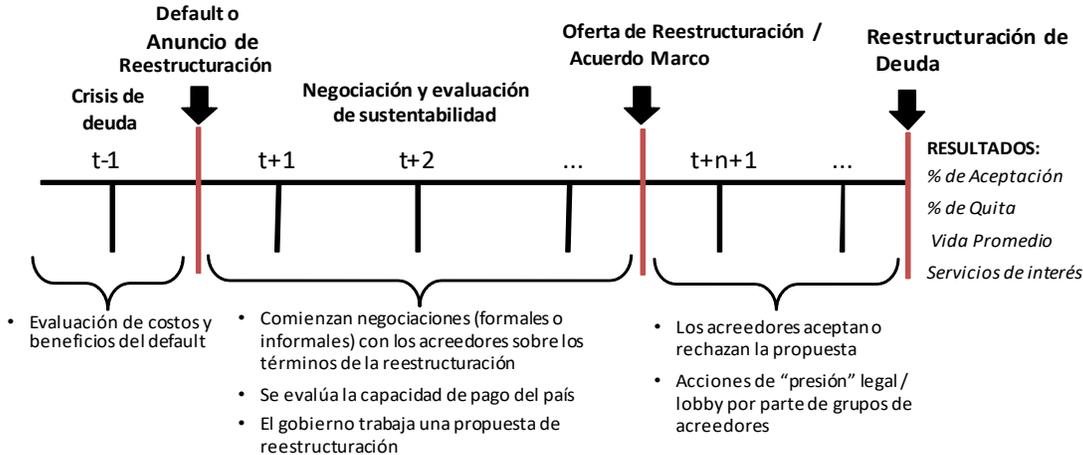
³⁵. Estos autores toman una muestra de 180 reestructuraciones durante el período 1970-2010 para 68 países.

tuvieron que enfrentar situaciones de *stress*. Por otro lado, según Das y otros (2012), las reestructuraciones que implican una quita o reducción en su valor nominal no son tan comunes. Desde 1950, sólo 57 casos con acreedores privados implicaron una reducción del valor nominal, mientras que 129 fueron a través de acuerdos de reprogramación y limitados a una extensión del vencimiento.

La instrumentación de las reestructuraciones de deuda soberana

En el gráfico siguiente se observan las etapas de un proceso de reestructuración de deuda mostrando una línea de tiempo estilizada, que obviamente podrá variar dependiendo del tipo de instrumento que esté involucrado en la reestructuración.

Gráfico 4: Línea de tiempo estilizada de una reestructuración de deuda soberana



Fuente: elaboración propia en base a Das y otros (2012).

Las diferentes etapas de dicho proceso van desde el suceso de *distress* sobre la deuda y el consecuente diferimiento de pagos (*default*) o anuncio de la reestructuración, hasta la operación de reestructuración propiamente dicha.

Como se ve en el Gráfico 4, la reestructuración puede iniciar por el *default* sobre los pagos de deuda o sobre el anuncio de la reestructuración. Luego el gobierno comienza una serie de negociaciones con sus acreedores, de forma bilateral o bajo un ámbito multilateral ya sea que los acreedores involucrados son múltiples. La etapa principal de una renegociación

consiste en ponerse de acuerdo con los acreedores sobre los términos de la oferta, la cual proveerá un alivio sobre la deuda y una solución a la situación de *distress*.

Identificación de los tenedores

Dentro de los primeros pasos será verificar el total de reclamos por la deuda (deuda *outstanding* o en circulación), y conjuntamente un relevamiento de sus características legales y financieras.

Según dónde y cómo fue colocada la deuda y su liquidez en el mercado secundario, la cantidad de tenedores y su dispersión pueden ser elementos muy relevantes para la identificación. La existencia de un mercado secundario impide obtener un mapeo exacto, ya que ningún participante de la cadena de pago ni los sistemas de *clearing* tienen información completa de los beneficiarios que se encuentran detrás de sus depositantes. Por ello, los soberanos que enfrentan la necesidad de ubicar a su contraparte en la negociación recurren a los servicios de un agente de información.

Otro elemento central para simplificar la identificación de la contraparte de crédito son los comités de acreedores que, en la medida que tengan representatividad de un volumen relevante de la deuda, pueden ser contributivos en simplificar el proceso de negociación.

Identificación de la deuda elegible y análisis de sustentabilidad

Por otro lado, es importante conocer las condiciones legales y financieras de la deuda a reestructurar. Realizar una verificación de los reclamos permite avanzar en el siguiente paso crucial en un proceso de reestructuración: el análisis detallado de la sustentabilidad de la deuda.

Este análisis le permitirá obtener la referencia de cuál es la necesidad de financiamiento de cara al futuro o, al menos, durante el proceso de reestructuración, el esfuerzo de ajuste macroeconómico que debe realizarse y el grado de “alivio” que requiere el soberano para estabilizar la carga de la deuda en valores consistentes con su capacidad de repago. Sobre esta base, los países desarrollan un set de escenarios de reestructuración y preparan la propuesta. El rol del FMI en este sentido suele ser crucial, en tanto un programa vigente con el organismo supondrá una supervisión del trato que el soberano da también a los demás acreedores.

Delineamiento de la oferta y aspectos regulatorios

La elaboración de la propuesta de reestructuración podrá ser el resultado de un proceso de negociación entre deudor y acreedores o simplemente impuesta unilateralmente por aquel. El proceso de negociación podrá estar institucionalizado, a través de un comité de acreedores o instrumentarse a través de un proceso consultivo que el deudor lleve adelante con tenedores relevantes. El deudor podrá escuchar a las partes, discutir ideas, pero en definitiva la propuesta surge como una propuesta unilateral del deudor que los acreedores podrán aceptar o rechazar.³⁶

La oferta deberá buscar un equilibrio entre lo que el estado entiende que es su verdadera capacidad de pago en términos inter-temporales y las pretensiones de la contraparte.

En el diseño de la oferta vuelve a ser esencial la determinación de las características de los tenedores, ya que no todos tienen las mismas pretensiones. Suele asumirse que los tenedores minoristas están más dispuestos a aceptar reducciones en la tasa de interés o ampliación de plazos, pero no a ceder el capital invertido; mientras los inversores institucionales probablemente tengan el foco en maximizar el valor presente de la propuesta.

Existen además algunos otros elementos que permiten incrementar el incentivo de los tenedores a participar de la oferta que serán explicados en el apartado siguiente.

La oferta de canje o de enmienda de títulos públicos está destinada generalmente a todos los tenedores de un grupo relevante de títulos públicos, razón por la cual, resulta necesario someter esa oferta a la aprobación de las autoridades regulatorias de las jurisdicciones en las que se pretenda hacer pública la oferta.

Negociación e instrumentación de la transacción

Una vez aprobada por el o los reguladores competentes, la oferta podrá ser lanzada e implementada. A partir de este momento el emisor, junto con los bancos colocadores podrán hacer esfuerzos de marketing, los que consistirán principalmente en giras de promoción (*road shows*) y publicaciones o activar un sitio web informativo en el que se encontrarán todos los documentos de la oferta.

³⁶. Zettelmeyer y otros (2014) destacan que tradicionalmente la propuesta se formula sobre la base de una oferta unilateral (bajo un formato de “tómelo o déjelo”). También Panizza y otros (2009).

Después de la presentación de la oferta de reestructuración a los tenedores, éstos pueden aceptarla o rechazarla. En ciertos casos, ese acuerdo se podría haber alcanzado informalmente con anterioridad, con una mayoría relevante de tenedores, mientras que, en otros, la propuesta puede resultar más unilateral y es en el momento de implementación de la transacción en el que se verá su nivel de aceptabilidad por los acreedores. Sin perjuicio de ello, es muy común que las transacciones prevean un umbral mínimo de aceptación por los acreedores, por debajo del cual la operación no se formaliza.

Este proceso de negociación suele estar condicionado por las normas sobre oferta pública aplicables en los países en los que el emisor hará la oferta de reestructuración. Como regla general, el deudor no puede compartir información preferencial con alguno o algunos acreedores ni puede dar a conocer detalles de los términos de esa oferta sin haber obtenido previamente la autorización para hacer oferta pública de los reguladores. Bajo ciertas circunstancias, para facilitar el proceso de negociación y una vez que los documentos de oferta ya fueron presentados al regulador, el deudor puede compartir cierta información con aquellos tenedores representativos que, además, acepten restringir el trading de los títulos afectados por la transacción y firmar un contrato de confidencialidad, comprometiéndose a no divulgar información de dichas negociaciones.

El principal resultado esperado a partir de la implementación de la reestructuración es que esta marque el final del episodio de crisis, ubicando nuevamente al país sobre un sendero de sustentabilidad. Sin embargo, las reestructuraciones no siempre logran este objetivo.

Cuando los países caen en *default* pueden tener que encarar múltiples transacciones porque, por ejemplo, mantienen deuda con entidades oficiales, con el mercado y con el sector bancario. En ese caso, es factible que la reestructuración de algunas de estas especies de deuda mientras las demás sigan sin resolverse, resulte insuficiente para que la deuda se vuelva sustentable.

Manipulando los incentivos de los acreedores: “zanahorias y garrotes”

La expresión en inglés *carrots and sticks* refiere a la combinación de “recompensas” y “castigos” para inducir un determinado comportamiento. En el caso de un proceso de reestructuración, el deudor los incorpora a su propuesta para lograr los incentivos para que

el acreedor adhiera a la propuesta de reestructuración y de esa forma reducir el comportamiento *holdout*.

Tal como lo explican Buchheit y Daly (2014), el incentivo más obvio para lograr el mayor grado de adhesión –hacer una oferta en términos amigables– es generalmente imposible, justamente porque si el deudor soberano plantea la necesidad de reestructurar su deuda, es porque la misma no es sostenible en los términos originales. Es decir, algún nivel de pérdida de valor por parte de los acreedores será deseable y esperable.

Más allá del nivel del valor que reconozca la propuesta, la práctica ha ido desarrollando algunos elementos que, según como sean utilizados, permiten mejorar el nivel de adhesión, generando incentivos valorados por los tenedores a la hora de considerar su participación. Estas técnicas pueden separarse en dos grandes grupos: los incentivos positivos o “zanahorias” y los incentivos negativos o “garrotes”; ambos pensados para maximizar el nivel de adhesión.

Incentivos positivos (“zanahorias”)

Dentro de la categoría de incentivos positivos se agrupa un conjunto de elementos que suponen una ventaja para el acreedor que participa.

Pago en efectivo

Generalmente las reestructuraciones de deuda suponen el cambio de uno o más títulos por un nuevo instrumento o un conjunto o paquete de instrumentos y su valor estará determinado por el valor presente de dicho paquete. Ahora, si a ese valor se le incorpora un pago en efectivo, el impacto que el mismo tiene dentro de la estimación del valor de la oferta es total, en tanto ese flujo se recibe en el momento cero y, por lo tanto, no debe ser descontado a ninguna tasa.

En algunos casos ese pago simplemente correspondió a cupones devengados y no pagados de la deuda objeto de la reestructuración, como fue el caso de Ecuador, mientras que en otros, ese pago en efectivo correspondió a servicios devengados de la nueva deuda, como sucediera en los canjes de Argentina (en el canje de 2005, todos los tenedores recibieron

pagos en efectivo, mientras que en el canje de 2010 solamente aquellos que optaron por y recibieron bonos pares).³⁷

En el caso de Grecia, si bien no incorporó un pago en efectivo, entregó instrumentos de corto plazo emitidos por el European Financial Stability Facility (EFSF). Estas letras tenían vencimientos a uno y dos años; sin embargo, al ser emitidas por una entidad como el EFSF, que puede considerarse como un emisor libre de riesgo, su valor actual es asimilable al de un pago en efectivo, ya que se descuentan a una tasa muy baja. El valor de los bonos emitidos por el EFSF representó casi dos tercios del valor total del mismo (Zettelmeyer y otros, 2014), mientras que, en los demás casos analizados, los pagos en efectivo fueron meros endulzantes que agregaron algunos puntos marginales.

Instrumentos atados al crecimiento

La incorporación de instrumentos financieros atados al crecimiento es una técnica aplicada en los canjes de Argentina y Grecia. La filosofía de las unidades atadas al PBI es la de funcionar como un mecanismo de corrección en favor del acreedor de las diferencias entre el crecimiento estimado y el crecimiento real, haciendo socio al acreedor del soberano en los momentos de bonanza de éste.

Más allá de las bondades que estas unidades tienen desde un análisis filosófico, lo cierto es que en la práctica es complejo diseñar un instrumento que realmente incentive la participación de los tenedores al canje. De hecho, en el caso de Argentina, estos instrumentos no fueron debidamente valorados por el mercado al momento de analizar el valor de la oferta y, sin embargo, dada la fase de fuerte crecimiento económico que vivió el país en los años posteriores, generaron un flujo de pagos que representó una fuerte carga de servicios para el emisor.³⁸ Buchheit y Daly (2014) comentan que esta deficiencia en la valoración de los mismos ha sido observada en los “derechos de recobro de valor” incorporados tradicionalmente en los canjes por Bonos Brady.

³⁷. Los tenedores que recibieron bonos descuento cobraron los intereses devengados desde el 31/12/03 hasta la fecha de perfeccionamiento de la transacción con Bonos Global 17, por un valor nominal equivalente al monto de servicios devengados.

³⁸. Los cupones generaron pagos durante los años 2006, 2007, 2008, 2009, 2011 y 2012, dado que en el año anterior a cada uno de estos ejercicios el crecimiento económico superó holgadamente los valores de la estimación.

Menú de bonos

Cuando un soberano enfrenta la necesidad de reestructurar su deuda debe buscar maximizar el valor que los acreedores le atribuyan a su oferta, dentro de las restricciones presupuestarias existentes. Pero justamente el hecho de que pueda existir una gran variedad de tenedores con diferentes pretensiones hace que la forma de maximizar el valor de la oferta sea ofreciendo un menú de opciones de instrumentos y que los acreedores puedan elegir aquel paquete que más le conviene a cada uno.

Existe un entendimiento de que los tenedores individuales están más dispuestos a aceptar extensiones de plazos y reducciones de tasas y menos abiertos a aceptar quitas de capital, mientras que los inversores institucionales buscan maximizar el valor presente del paquete y no les afecta aceptar quitas de capital si esa es la opción maximizadora. Por otro lado, pueden existir tenedores a los que les resulte conveniente un determinado tratamiento regulatorio, sobre todo tenedores domésticos.

Otro elemento relevante, sobre todo para los inversores institucionales, es el nivel de liquidez de los nuevos instrumentos. El argumento de la liquidez puede ir en contra de un menú, en tanto los montos de deuda a reestructurar no resulten lo suficientemente grandes como para generar instrumentos de salida de tamaños que reduzcan el costo de la iliquidez. En igual sentido, multiplicar la cantidad de nuevos instrumentos puede también incrementar el nivel de complejidad de la oferta y, consecuentemente, los costos de transacción asociados a la misma.

El deudor enfrenta el desafío de encontrar el menú de opciones que, dentro de sus restricciones, permita maximizar la participación de los diferentes tenedores de su deuda; fijando de ser necesario, cupos para los bonos que puedan ser más valorados y que generen un peso de servicios más grande, o pautas de prioridad para entrar a los bonos más convenientes a los acreedores que se quiera privilegiar (tenedores minoritarios, por ejemplo), como lo hizo Argentina en 2005 y 2010.

Grecia no ofreció un menú. Todos los tenedores recibían una veintena de nuevos títulos, todos con iguales características, variando solamente el vencimiento en cada uno. Esta característica pudo haberse debido al hecho de que la deuda griega estaba sustancialmente distribuida entre tenedores institucionales.

Uruguay (2003) diseñó una opción a favor de los tenedores entre un paquete de salida bajo la llamada “alternativa de extensión de vencimientos” y la “alternativa de bono de referencia”. La primera opción estaba pensada para aquellos tenedores que quisieran conservar un bono similar al que tenían, pero con una extensión de plazos, mientras que la segunda buscaba crear tres nuevos instrumentos con mayor volumen y, por lo tanto, mayor liquidez. El riesgo de esta estrategia es que la opción de los bonos *benchmark* pudo haber reducido sustancialmente el volumen de los bonos emitido bajo la alternativa de extensión de vencimientos, afectando sustancialmente su liquidez.

Derecho de reversión a los bonos originales

Esta técnica consiste en disposiciones contractuales en los nuevos bonos que permiten a los tenedores ante determinado evento (un nuevo *default* en la deuda reestructurada, por ejemplo) volver a sus bonos originales. Es una técnica que no se ha usado tan asiduamente, solamente el canje de Ecuador (2000) lo previó. Otro caso ejemplo interesante del derecho de reversión puede verse en el canje de títulos por préstamos garantizados implementado por Argentina a comienzos de 2001. En este caso, el país tenía la intención de ofrecer una reestructuración en dos etapas, en primer lugar, un canje en el que podían participar tenedores domésticos o internacionales, pero que estaba dirigida básicamente a los tenedores domésticos; y una segunda etapa con una oferta internacional. Entonces si algún tenedor optaba por participar en la Fase 1 y consecuentemente canjeaba sus bonos por préstamos garantizados, tenía la opción de revertir a su título original en caso que se implementara la oferta internacional o Fase 2, que finalmente nunca se instrumentó. También tenía esta opción en caso de que los préstamos garantizados cayeran en *default*.

Obligación de recompra

La obligación de recompra supone un compromiso del deudor de recomprar, sujeto a determinado plazo o condición, cierta cantidad de su deuda pública. Esta es una herramienta que tampoco parece ser muy valorada por los tenedores a la hora de considerar su participación en un canje. Es sí una muestra del soberano de su intención de mantener su deuda en ciertos niveles que pueden considerarse razonables o saludables; sin embargo, no pesan como argumento en el proceso de toma de decisión de los tenedores.

En el caso puntual de Argentina (2005), se establecieron dos compromisos de recompra: (i) la recompra por exceso de capacidad de pago y (ii) la recompra con exceso de PBI.

En relación a la primera Argentina, en base a su modelo de sustentabilidad de deuda, entendió que contaba con un determinado espacio fiscal para delinear la propuesta, suponiendo que esa propuesta contaba con un nivel de adhesión del 100%. Entonces previó que, si el nivel de adhesión era inferior los recursos que Argentina hubiera necesitado para afrontar los servicios correspondientes a los bonos que hubiera entregado a todos los tenedores, de haber una adhesión total, pero que no los usaba porque el nivel de adhesión resultaba inferior, los utilizaría para recomprar deuda. En términos más sencillos, dado que Argentina alcanzó un nivel de adhesión en el canje de 2005 de algo más del 76%, los recursos que hubiera utilizado para pagar servicios de los que no entraron al canje (el otro 24%), los destinaba a recomprar deuda. Este compromiso estuvo vigente hasta el año 2009. La recompra por exceso de PBI suponía utilizar 5% del “exceso de PBI” (definido como la diferencia entre el PBI real y el PBI base estimado hasta el año 2010) para comprar exclusivamente deuda emitida en el canje. Es decir que, si Argentina crecía más de lo que se estimó en el escenario base, ese crecimiento gatillaba dos obligaciones de parte del país: el pago de las unidades de PBI y esta obligación de recompra.

Cambio de legislación

El cambio de legislación funciona como una técnica para incentivar la participación de los tenedores mejorando su posición en términos legales. El caso típico es el canje de deuda doméstica por nueva deuda externa.

El caso emblemático fue el de Grecia, cuya deuda elegible al canje era sustancialmente deuda doméstica, pero en manos de tenedores extranjeros. Entonces, tenía mucho sentido ofrecerles a ellos nuevos bonos sometidos a ley y jurisdicción inglesa, ya que podía resultar bastante evidente que este cambio agregaría valor.

Incorporación de garantías

El agregado de garantías puede tener, según quién sea el garante y cuáles sean las características de las mismas, un valor relevante para los tenedores a la hora de considerar su participación en una reestructuración de deuda.

Las garantías otorgadas por entidades consideradas créditos de mejor calidad que el deudor que está reestructurando tienen la finalidad de reducir la tasa de descuento con la que se descontará la expectativa de los flujos futuros a recibir con los instrumentos que el canje ofrezca. Es decir, si el soberano ofrece un bono que cuenta con una garantía de pago de sus intereses y/o de su capital, de algún otro soberano o de un organismo internacional, la manera que los tenedores calcularán el flujo estimado a recibir es utilizando la tasa de descuento que utilizarían para valorar un instrumento emitido por ese garante.

El caso más emblemático es el de los Bonos Brady emitidos por muchos países de la región. Estos títulos contaban con garantías aportadas por otros países consistente en bonos del Tesoro de los Estados Unidos o de Alemania. Esas garantías eran dos: por un lado, un flujo que permitía asegurar el pago de una determinada cantidad de cupones de interés (tres servicios en la mayoría de los casos) y otra que garantizaba el pago del capital a su vencimiento. Estos bonos de garantía eran suscriptos por los países deudores y entregados junto con los bonos emitidos por estos.

El otro caso que incorporó garantías en su propuesta fue Grecia (2012), tan relevante que significó poner a la deuda de mercado en la posición de privilegio que típicamente se reserva para los “prestamistas de última instancia”. Grecia implementó dos mecanismos de garantía. En primer lugar, emitió bonos en el canje atados a un acuerdo de cofinanciación firmado entre Grecia y el European Financial Stability Facility (EFSF). El mismo supone un compromiso de pagar en las mismas fechas y a pro rata a los tenedores privados y al EFSF, por la deuda que Grecia asumiera a partir de la emisión por parte del EFSF de las letras que se ofrecieron como parte del paquete del canje. En caso de que Grecia no pueda hacer frente a ambas obligaciones los recursos serían distribuidos a pro rata por el *trustee* entre los tenedores y el EFSF; es decir que, en principio Grecia no podría incumplir su deuda privada sin incumplir al mismo tiempo su deuda con el EFSF. La otra garantía con la que contó Grecia fueron las letras emitidas por el EFSF que fueron entregadas como parte del paquete, referidas anteriormente.

Garantías de tratamiento igualitario

Un fenómeno que preocupa particularmente a los tenedores que consideran la posibilidad de participar en un canje es que luego de lograr, por esta vía, una reducción importante de

su deuda, el deudor realice ofertas complementarias a aquellos que no participaron de la primera operación, en mejores condiciones. Como dicen Buchheit y Daly (2014), *“los acreedores detestan verse como negociadores de deuda incompetentes, algo que obviamente sucedería si otro grupo de acreedores se asegurara un trato mejor, luego de que el primer grupo hubiera aceptado términos de reestructuración más severos”*.

Bajo este fundamento es que se desarrollaron algunas técnicas mediante las cuales el deudor busca dar a los acreedores certeza de que no se verán perjudicados frente a aquellos que no participen de la oferta. Argentina (2005 y 2010) incluyó disposiciones que buscaron dar esta seguridad a los tenedores participantes a través de la llamada “Cláusula RUFO”.³⁹ La misma preveía que si desde la fecha de ejecución y hasta el 31 de diciembre de 2014, Argentina hacía otra oferta a aquellos que no hubieran participado, debería asegurar el derecho de participación en dicha oferta a aquellos que hubieran entrado en el primer canje.

Como complemento de la cláusula RUFO, Argentina aprobó la llamada “Ley Cerrojo” (Ley N° 26.017) estableciendo que el Poder Ejecutivo no podría reabrir el canje de deudas de 2005 sin la previa aprobación del Congreso de la Nación. De esta forma se buscó brindar seguridad a los tenedores con una garantía complementaria de naturaleza legal.

Umbral mínimo de participación

El umbral mínimo de participación asegura a los tenedores que, si el nivel de aceptación no es lo suficientemente elevado, la operación no se perfecciona y aquellos que participaron del canje vuelven a tener plena disposición de sus títulos originales.

El hecho de que un porcentaje de tenedores muy alto rechace la oferta supone dos problemas: en primer lugar, el deudor no habrá conseguido la holgura suficiente como para retomar una senda de sustentabilidad financiera y, en segundo lugar, menos importante para el interés general pero muy relevante para el tenedor que considera participar, que los pocos que participen habrán perdido una parte relevante de sus créditos a cambio de nada.

³⁹. RUFO es el acrónimo de la expresión *“Right Upon Future Offers”*, que podría traducirse como “Derechos sobre Futuras Ofertas”.

A modo de ejemplo, Uruguay (2003) estableció que, si el nivel de adhesión no alcanzaba el 80%, la oferta no se perfeccionaba, si se ubicaba entre el 80% y el 90% era una prerrogativa de Uruguay perfeccionarla y si alcanzaba el 90% estaba obligada a aceptar las presentaciones.

La oferta de Grecia establecía que, si el nivel total de adhesión se ubicaba por debajo del 75%, la oferta no se perfeccionaba, si se ubicaba entre el 75% y el 90%, era un derecho de Grecia aceptar las presentaciones o rechazarlas, y si se ubicaban por arriba del 90% Grecia estaba obligada a aceptarlas. Por último, en el caso de Ecuador (2020), si bien se utilizaron los mecanismos innovadores de agregación que se usaron también en Argentina (2020), se previó también un umbral mínimo del 80% de adhesión (De la Cruz y Lagos, 2020).

Incentivos negativos (Garrotes)

Los incentivos negativos son estrategias y mecanismos pensados para generar amenazas creíbles de que la deuda no regularizada no será atendida y para desalentar el comportamiento *holdout*. Buchheit y Daly (2014) incluyen también los mecanismos para obligar a los *holdouts*, como las soluciones estatutarias al estilo del SDRM⁴⁰, las contractuales como las CACs y las judiciales, como las acciones de clases.

Consentimientos de salida

Los *exit consents* consisten en modificaciones a ciertas cláusulas contractuales en los bonos que son objeto de la reestructuración, que tienen la finalidad de quitarles valor a estos títulos con posterioridad a la transacción. Por esta vía se modifican cláusulas que incluyen materias no reservadas para las que se necesita una mayoría del 50% del monto de deuda. Uruguay (2003), por ejemplo, logró revocar su previa renuncia a la inmunidad, en la medida en que dicha renuncia pudiera afectar el pago de la deuda emitida en el canje. También eliminó por completo las cláusulas de *cross default* y *cross acceleration* y la obligación de mantener los bonos listados en la bolsa de Luxemburgo.

Con la masificación de las cláusulas de acción colectiva, los consentimientos de salida perdieron relevancia, en tanto, con mayorías calificadas (y no ya con la unanimidad) resulta posible proponer enmiendas en las cláusulas centrales de los bonos elegibles a la

⁴⁰. Ver FMI (2002).

transacción e imponer esos cambios a los tenedores renuentes. Además, los contratos de deuda fueron incluyendo cada vez más cuestiones como materia reservada, requiriendo unanimidad o mayorías calificadas para su modificación. Sin embargo, un caso particular es el canje de Argentina de 2020 que, si bien se centró en el uso de las CACs, también incluyeron consentimientos de salida para “empeorar” los bonos elegibles en la transacción (De la Cruz y Lagos, 2020); tal como se explicará en el Capítulo IV.

Factores de riesgo que advierten sobre la no participación en la oferta

Los factores de riesgo tienen una finalidad muy específica: son declaraciones que el deudor hace alertando a los posibles participantes del canje, acerca de los riesgos asociados a dicho crédito. Estos riesgos pueden estar asociados a la participación en el canje, a la no participación, a la situación fiscal, económica o judicial del país, etc. Pero en particular uno de esos riesgos es el vinculado a la no participación de la oferta. Allí el soberano suele expresar amenazas creíbles de que el riesgo asociado a no participar es que pueden no cobrar sus créditos originales.

De hecho, muchos soberanos alertan sobre este riesgo, sin perjuicio de que con posterioridad a la implementación de la transacción tal vez continúen pagando la deuda no reestructurada, de acuerdo a un análisis de costo beneficio.

Es muy común que los soberanos incorporen estas alertas en sus ofertas; sin embargo, se pueden ver diferencias de matices, entre deudores que incorporan el factor de riesgo, pero como una mera declaración objetiva de un riesgo (poco probable), como puede ser el caso de Uruguay (2003) y Grecia (2012), y otros que manifiestan explícitamente un convencimiento de no pagar la deuda que no fuera reestructurada y que acompañan esas declaraciones con otras acciones de gobierno complementarias. En el extremo se encuentran los factores de riesgo incorporados por Argentina en 2005 y 2010 que fueron acompañados por un plexo normativo que mantuvo la declaración de diferimiento de pagos.

Imposición unilateral de cláusulas de acción colectiva

Grecia modificó unilateral y retroactivamente sus bonos sometidos a ley doméstica, incorporándoles cláusulas de acción colectiva, de manera tal de poder aprobar sus enmiendas con una mayoría de acreedores, imponiendo dicha solución a la minoría reacia.

A partir de ellas, con alcanzar un quórum de tenedores que representen por lo menos el 50% del capital elegible y el voto favorable de dos tercios de ese capital elegible, podía imponer las nuevas condiciones sobre aquella deuda elegible que no hubiera participado del canje. Esto le permitió cerrar la reestructuración de la parte doméstica de su deuda como una adhesión total.

Representatividad de los acreedores

Vinculado al problema de riesgo moral que caracteriza la relación “deudor-acreedores” se encuentra la cuestión de la representatividad de los acreedores. Las reestructuraciones de título enfrentan al deudor a una negociación con una contraparte difusa, muchas veces, compuesta por una gran cantidad de tenedores desconocidos y con intereses diversos; lo que supone problemas de representatividad y coordinación. Es decir, por un lado, el deudor se enfrenta a una contraparte con la que puede resultar difícil negociar, básicamente por problemas de magnitud, anonimato y falta de intereses comunes y, por otro, los tenedores pueden no contar con formas de organizarse y hacerse escuchar.

Tomando como modelo los *steering committees* propios de la negociación de deuda bancaria, en agosto de 2014, la International Capital Markets Association (ICMA), publicó, como anexo a su modelo de cláusulas de acción colectiva, una propuesta de modelos de cláusulas contractuales que propician la constitución de comités de acreedores de manera original al momento mismo de la emisión del bono.⁴¹

A continuación, se resumen las sugerencias:

- Los tenedores que representen al menos el 25% del capital pendiente de pago de todas las series agregadas pueden comunicar al emisor su voluntad de contratar a una o más personas para constituir un comité que represente los intereses de los bonistas que así lo pidan y de aquellos que luego lo deseen.
- Puede haber más de un grupo que alcance el 25% para requerir la designación de un representante y en tal caso el emisor puede exigir que todos conformen una única mesa de negociación.

⁴¹. Ver <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/collective-action/>.

- El comité se puede conformar solamente ante la ocurrencia de eventos de *default*, hechos que puedan derivar en un futuro *default*, anuncios públicos del emisor de que está buscando reestructurar su deuda o, con acuerdo del emisor, cuando este entienda que no podrá seguir cumpliendo con sus obligaciones si no las reestructura.
- El comité puede contratar asesores legales y financieros a costa del emisor; adoptar sus propios procedimientos; entrar en discusiones con el emisor u otros acreedores; designar uno o más miembros para que actúen como contacto directo del emisor. El comité no decide ni vota por los tenedores.
- Se consagra la obligación del emisor de actuar con el comité de buena fe, proveer la información exigida por el contrato, en la medida en que sea posible legal o regulatoriamente y pagar gastos razonables de asesores del comité.

Si bien no se ha observado la incorporación de este tipo de disposiciones en los *indentures*, llegado el momento, los comités se constituyen y funcionan como contraparte en la negociación.

Lo que siempre debe quedar en claro es que el comité de acreedores podrá participar de la negociación y podrá exigir y controlar el flujo de información financiera del deudor y, sobre dicha base, asesorar a los acreedores, pero lo que no podrá hacer es decidir por éstos. En ningún escenario los tenedores ceden a los órganos de representación la decisión de aceptar o no una oferta.

Conclusión del Capítulo II

Esta sección del trabajo recopila las principales características y hechos estilizados presentes en todo proceso de reestructuración de deuda soberana; enfocada principalmente en aquellas deudas instrumentadas en títulos públicos. Esta información nos permite entender cómo se instrumentan estos procesos y con qué herramientas cuenta el deudor para incentivar la participación de los tenedores.

Sobre la base del marco legal y contractual existente, se describen una realidad que deja entrever problemas de coordinación que serán analizados en detalle en el Capítulo IV.

Capítulo III: Las reestructuraciones de deuda de Argentina (2005-2010 y 2020).

Introducción

En esta sección se describen los dos grandes procesos de reestructuración de títulos públicos vividos por Argentina. El foco del análisis estará puesto exclusivamente en aquellas particularidades que resultaron relevantes en los correspondientes procesos de negociación entre Argentina y sus acreedores para, finalmente en el Capítulo IV, estilizar algunas conclusiones que surgen de la experiencia de nuestro país en estos procesos.

Canjes de 2005 y 2010: hechos estilizados

En el marco de una de las más graves crisis económicas, sociales y financieras, Argentina declaró el default de su deuda instrumentada en títulos públicos por más de U\$S80.000 millones distribuida en 152 especies de títulos denominados en siete monedas diferentes y sometidas a ocho leyes y jurisdicciones aplicables.

Esta deuda se encontraba distribuida entre cientos de miles de tenedores, muchos de ellos minoritarios⁴² con bajo conocimiento de la temática y con muy poca capacidad de coordinación. Existieron algunos comités de acreedores, entre ellos el Global Committee of Argentine Bondholder (CGAB) y el Argentine Bondholders Committee (ABC), que rechazaron enfáticamente la propuesta en diferentes instancias (Gelpert, 2005), pero que no tuvieron legitimación para negociar directamente con el gobierno.

Los tenedores esperaban contar con el FMI para ejercer presión sobre Argentina, argumentando que la propuesta no cumplía con el criterio de negociación de buena fe, establecido como parte esencial de la política de “*lending into arrears*” del FMI; a partir de la cual este organismo puede prestar a un país que enfrenta atrasos con sus acreedores privados. La expectativa de los grupos de acreedores más agresivos era que una eventual negativa del FMI de otorgar nueva asistencia financiera podría forzar una mejor propuesta. Pero en marzo de 2004. Argentina utilizó el vencimiento de U\$S3.100 millones con el

⁴². Según surge de la presentación del secretario de Finanzas, Guillermo Nielsen, en 2003 en Dubái, un 43,5% de la deuda estaba en manos de minoristas.

organismo como arma de negociación para lograr la aprobación de la revisión del programa (Bembi y Nemiña, 2007), lo que generó que el Fondo se viera en la necesidad de proteger sus propios intereses. El FMI y Argentina llegaron a un acuerdo sobre la base del compromiso del país de llevar adelante negociaciones formales con sus acreedores privados y la revisión fue aprobada.

Mediante el Decreto Nº 1.735/04, se dispuso la reestructuración de la deuda del Estado Nacional en diferimiento de pagos. La misma se lanzó en enero de 2005. Los tenedores de títulos elegibles podían optar por recibir los siguientes paquetes:

Tabla 3: Opciones de paquete ofrecidos en el canje 2005

Paquete Par	Paquete Descuento	Paquete Cuasi-par
<ul style="list-style-type: none"> •Bonos Par por el 100% del monto elegible. •Pago en efectivo por los intereses sobre los bonos par devengados desde el 31/12/03. •Unidades vinculadas al PBI por el 100% del monto elegible. 	<ul style="list-style-type: none"> •Bonos Descuento por el 33,7% del monto elegible. •Pago en efectivo por los intereses devengados (y no capitalizados) de los bonos descuento desde el 31/12/03. •Unidades vinculadas al PBI por el 100% del monto elegible. 	<ul style="list-style-type: none"> •Bonos Cuasi-par por el 69,9% del monto elegible. •Unidades vinculadas al PBI por el 100% del monto elegible.

Fuente: elaboración propia sobre el suplemento de prospecto.

El Paquete Par tenía un límite máximo de capital emitido establecido en U\$S10.000 millones si la oferta no alcanzaba al 70% de adhesión y de U\$S15.000 millones si se superaba dicho umbral. Ese cupo se asignó mediante un sistema de canastas que privilegió a las tenencias menores a U\$S50.000.

En el caso del Paquete Descuento también se observan los tres componentes. El título suponía una quita del 66,3% sobre el monto elegible y los pagos en efectivo correspondían solamente a la parte del cupón de intereses devengados y no capitalizados desde su fecha de emisión.

El Paquete Cuasi-par suponía una quita del 30,1% y un monto máximo de \$24.300 millones que fue asignado por orden de llegada principalmente a las AFJPs.

Los “Valores Negociables Vinculados a PBI” se trataban de un componente variable indexado al crecimiento del producto. Este activo financiero garantizaba que, si el crecimiento real de la economía argentina resultaba superior a las estimaciones de crecimiento previstas en el modelo de sustentabilidad, los tenedores recibían parte de ese beneficio extra. Es decir, el cupón de PBI funcionaba como un mecanismo de ajuste y corrección del modelo de sustentabilidad, solamente en favor de los tenedores.

El nivel de aceptación alcanzado fue del 76,15%, la deuda elegible ascendió a U\$S81.836 millones y el total de deuda canjeada ascendió a U\$S62.318 millones⁴³ por la cual se entregaron bonos nuevos por U\$S35.261 millones.

Tabla 4: Montos emitidos Canje 2005^(*)

en millones de U\$S

Tipo de Bono	Deuda "vieja" ^(*)	Deuda Reestructurada
Bonos Par	15.000	15.000
Bonos Descuento	35.405	11.932
Bonos Cuasi- Par	11.913	8.329
Total	62.318	35.261

(*) Por cada título ingresado al canje se entregaron unidades nocionales de UV al PBI, emitiendo un total de USD62.318 millones de este instrumento.

Fuente: “Resultados definitivos del canje de deuda”. Presentación hecha por el MHyFP.

El nivel de adhesión fue particularmente bajo en la deuda en euros colocada oportunamente entre tenedores minoristas en Italia y Alemania.⁴⁴

para la deuda doméstica y para los bonos emitidos y colocados en el mercado japonés fue muy bueno, alcanzando en muchos casos el 90% o más. La contracara de ello es el nivel de adhesión que muestran los bonos colocados en el mercado europeo. Bajo la línea denominada “euro”, el nivel de adhesión es de apenas el 62,68%.

⁴³. Ver presentación publicada por el MHyFP: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/mfin_180305_anuncio_resultados.pdf.

⁴⁴. Los bonos en euros tuvieron una adhesión menor al 63% según “Resultados definitivos del canje de deuda”. Presentación hecha por el MHyFP.

Una posible explicación puede estar en que los primeros fueron colocados a clientes minoristas, generando una enorme dispersión de las tenencias. Esto hizo más complejo para la Argentina su plan de comunicación y mercadeo de la oferta; resultando imposible llegar con un mensaje sencillo a cientos de miles de tenedores individuales.

Otro factor relevante, especialmente en Italia, es el accionar de la Task Force Argentina (TFA). La TFA era una organización creada con los auspicios y financiamiento de los bancos italianos, con un fin formal de velar por los intereses de los inversionistas italianos, pero con el fin verdadero de proteger a los bancos italianos ante eventuales demandas de los tenedores a los que en su momento les vendieron la deuda argentina, sin la debida advertencia del riesgo que este tipo de instrumentos suponen.

La TFA llevó adelante una campaña de boicot contra el canje argentino y, luego de completado el canje, promovió y financió una acción arbitral ante el CIADI en la cual logró involucrar a una gran masa de tenedores italianos.

El canje de 2010

La política financiera argentina posterior al canje de 2005 estuvo contextualizada por un fuerte crecimiento de la economía local, la incorporación de nuevas fuentes internas de financiamiento, así como por períodos de fuertes turbulencias financieras en los mercados internacionales. En dicho contexto se contempló la posibilidad de realizar una nueva oferta dirigida a aquellos tenedores que no habían ingresado al canje de 2005. En la segunda mitad del año 2009, cuando las condiciones externas comenzaron a mostrar signos de reacomodamiento luego de la crisis internacional de 2008, se iniciaron las tareas para llevar adelante esta nueva transacción.

Mediante la Ley N° 26.547 se levantaron las restricciones impuestas por la Ley Cerrojo y se estableció el marco legal para la nueva operación de canje. La deuda elegible ascendía a la suma de U\$S 18.300 millones, de capital e intereses de los títulos elegibles para el canje de 2005, con excepción de los Bonos Brady. El Decreto N° 1.583/09 autorizó la registración de un programa de deuda en la SEC por un total de U\$S15.000 millones, y la prórroga de jurisdicción de los bonos y los contratos a los tribunales de Nueva York.

Los tenedores podían optar entre dos opciones de paquetes: el Paquete Par y el Paquete Descuento.

Tabla 5: Canje 2010. Opciones de Paquetes Ofrecidos

Paquete Par	Paquete Descuento
<ul style="list-style-type: none"> • Bonos Par por el 100% del monto elegible. • Pago en efectivo por los intereses sobre los bonos par devengados desde el 31/12/03. • Unidades vinculadas al PBI por el 100% del monto elegible. 	<ul style="list-style-type: none"> • Bonos Descuento por el 33,7% del monto elegible. • Pago de los intereses devengados (y no capitalizados) de los bonos descuento desde el 31/12/03 en Global 17. • Unidades vinculadas al PBI por el 100% del monto elegible.

Fuente: MHyFP.

A diferencia de la propuesta de 2005, no hubo un paquete de bonos cuasi-par. Los Bonos con Descuento y Par ofrecidos tuvieron condiciones financieras similares a los entregados en la operación realizada en el año 2005, sin embargo, la oferta presentó características distintivas de la anterior. Los Bonos Par solo estaban disponibles para las tenencias que no superaran los U\$50.000 o su equivalente en las otras monedas de valor elegible y tenían un monto máximo de emisión de U\$2.000 millones de VN.

El canje 2010, como complemento del canje de 2005, logró elevar el nivel de adhesión total a aproximadamente 92% de la deuda en *default* desde 2001.

Gráfico 5: Canje 2010 - Montos Ingresados y porcentaje de Aceptación



Fuente: MHyFP.

Argentina emitió U\$S6.400 millones de nuevos instrumentos para cancelar los U\$S12.210 millones de deuda ingresada al canje, sin embargo, no logró reducir sustancialmente los litigios existentes. Es decir, los tenedores *holdouts* que habían optado por la vía judicial en su gran mayoría no participaron del canje.

La solución definitiva de los litigios

Desde el default de 2001 Argentina enfrentó una ola de causas judiciales en diferentes jurisdicciones que se incrementaron sustancialmente luego de completado el canje de 2005. Si bien los juicios fueron iniciados en diferentes jurisdicciones, las que efectivamente prosperaron fueron las causas radicadas en tribunales de la ciudad de Nueva York, en la Corte de Distrito del Juez Thomas Griesa en Manhattan, y en algunas cortes alemanas. Y de éstos, sin duda los juicios en Nueva York fueron más relevantes; y resultaron, como estrategia de negociación, acciones mucho más eficientes en forzar al soberano a avanzar en una solución definitiva de estas causas.

Como fue explicado en el Capítulo I, la actividad judicial en torno al default de la Argentina corresponde a la etapa denominada de “caza de los activos” y se coronó con los litigios en torno a la aplicación de cláusula *pari passu* y de las novedosas medidas cautelares dictadas en pos de lograr la ejecución de la misma.

Los tribunales intervinientes en la causa *pari passu* sostuvieron que pagar unas deudas y no pagar otras, más la consideración de otras decisiones de política tomadas por Argentina, como la Ley Cerrojo, compusieron una situación fáctica constituyente de una violación de esta cláusula. Sobre esta base se dispuso la “orden *pari passu*” que impidió tanto a Argentina como a todas las instituciones que participaban del proceso de pago de la deuda reestructurada, seguir pagando la misma si antes no se cancelaba el total adeudado a los demandantes.

Dada la decisión de Argentina de no cancelar esas demandas judiciales, en julio de 2014 se llegó a una situación de default técnico en la deuda emitida en los canjes de 2005 y 2010 que se mantuvo hasta abril de 2016. Sin perjuicio de lo cual los acreedores de esta deuda optaron por esperar entendiendo que la alternativa judicial no llevaría a resultados positivos.

Más allá de algunas negociaciones infructuosas, la cuestión se mantuvo en un *impasse* mientras duró el Gobierno de Cristina Fernández de Kirchner. En diciembre de 2015 asume la administración Macri con el claro objetivo de regularizar la situación de la deuda externa y cancelar los cientos de litigios derivados de la misma. Estos acuerdos fueron el resultado de un proceso de negociación llevado adelante con los diferentes grupos litigiosos, en el marco de la mesa de negociación propuesta por el juez Griesa, es decir, a través de la mediación del Special Master, Daniel Pollack.

En dicho contexto Argentina presentó en febrero de 2016 las siguientes propuestas a todos los tenedores de títulos públicos no canjeados:⁴⁵

- Propuesta base: A todos los tenedores se les ofreció un pago en efectivo equivalente al 150% del capital de deuda impago (capital original adeudado al año 2001, sin actualización, con más un monto equivalente al 50% de ese capital en concepto de intereses).
- Propuesta *pari passu*: los demandantes con órdenes *pari passu*, además de la propuesta base, tenían la opción de optar por un pago en efectivo equivalente al 70% del monto de reclamo actualizado (capital original ajustado con las condiciones contractuales y de la legislación sobre cálculo de tasas judiciales⁴⁶ hasta el 1° de febrero de 2016 y al valor resultante de ello se le aplicaba una quita del 30%). Como *early bird*, se estableció que, en caso de acordar antes del 19 de febrero de 2016, la quita se reducía al 27,5%.

Los pagos comprometidos se harían como contrapartida a la renuncia a cualquier acción judicial, arbitral o de cualquier otro tipo existentes o futuras y el levantamiento de todos los embargos y medidas cautelares y de ejecución que se hubieran trabado.

⁴⁵. Los términos de la propuesta del 5 de febrero se encuentran disponibles en: http://www.shearman.com/~/_/media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2016/Arg273-020916-Arg5Order112112.pdf.

⁴⁶. El capital del bono acelerado devenga servicios de intereses a la tasa y con la periodicidad prevista contractualmente hasta su efectivo pago. Los servicios de intereses así devengados se actualizan a la tasa estatutaria del 9% anual hasta la fecha de la sentencia (*pre-judgement statutory rate*). En la sentencia se suman todos estos flujos así devengados hasta la fecha de la misma y ese valor de sentencia devenga la tasa de interés de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos a un año.

El primer acuerdo alcanzado con la TFA el 31 de enero de 2016 se sustentó en la oferta base, con el aditamento de un pago adicional en concepto de gastos del arbitraje oportunamente iniciado por la TFA. Según el Ministerio de Economía, el capital total de la deuda efectivamente incorporado fue de U\$S 782⁴⁷ millones y se pagaron U\$S 40 millones en concepto de gastos.

Seguidamente, el 3 de febrero de 2016 Argentina firmó acuerdos con los fondos EM⁴⁸ y Montreux Partners e hizo pública su predisposición a acordar y a partir de allí comenzaron a firmarse varios acuerdos más con otros demandantes por montos relevantes.

En ese contexto, Argentina retomó la discusión en la faz judicial con el fin de requerir que el juez proceda a levantar las medidas *pari passu*. Luego de una serie de presentaciones y audiencias, el 2 de marzo Griesa dictó una decisión dejando sin efecto las órdenes *pari passu*, sujeto al cumplimiento de dos condiciones: que el Congreso ratifique los acuerdos (la “condición legal”) y que Argentina pague los acuerdos firmados con anterioridad al 29 de febrero (la “condición de pago”).

Al hecho de que el juez hubiera adelantado en su orden declarativa su intención de dejar sin efecto las órdenes *pari passu* apuró la negociación más compleja de todas. Concretamente nos referimos al acuerdo que el país alcanzó el día 26 de febrero con los fondos NML, Aurelius, Blue Angel, Olifant, FYI y FFI, que permitió regularizar reclamos por un total de U\$S 5.891 millones.

Este acuerdo tuvo algunas características distintivas:

- El monto de reclamo se actualizó hasta el 29 de febrero de 2016, mientras que en todos los demás acuerdos la fecha de corte era el 31 de enero.
- La quita sobre el reclamo original de los fondos fue del 25% y no del 30% previsto en la propuesta *pari passu* ofrecida a todos los demás demandantes.⁴⁹ Ello supuso

⁴⁷. Ver Programa Financiero 2016, presentado por el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas en abril de 2016, disponible en: http://www.economia.gob.ar/wp-content/uploads/2016/04/programa_financiero_2016.pdf.

⁴⁸. Según declarara el Special Master Pollack en una entrevista publicada por el Diario Clarín el 30 de abril de 2016, el acuerdo con EM fue escrito por él de puño y letra. Efectivamente dentro de los anexos que acompañan la Ley N° 27.249, se encuentra el acuerdo firmado con este demandante en esas condiciones.

⁴⁹. En la oferta general, solamente en el caso de acuerdos firmados antes del 19 de febrero la quita se reducía al 27,5%.

la cancelación de un monto de U\$S 4.418 millones sobre el total actualizado de U\$S 5.891 millones.

- Los pagos debían ser realizados antes del 14 de abril; caso contrario, cualquier de las partes podían rescindir el acuerdo.
- Argentina pagaría también intereses calculados sobre el monto de U\$S 5.891 millones a una tasa del 2% anual, desde el 1° de marzo de 2016 hasta la fecha del efectivo pago, si el mismo se concretaba antes del 14 de abril. Si el pago no se hacía dentro de ese plazo seguirían corriendo intereses sobre el monto original del reclamo a las tasas de interés legal aplicable a cada deuda.
- Adicionalmente se pagarían U\$S 235 millones en concepto de gastos legales.
- Contra estos pagos, los demandantes se comprometieron a renunciar a todas las acciones legales existentes y a no iniciar nuevas, así como a liberar todos los activos de Argentina que se encontraran alcanzados por algún tipo de proceso de ejecución, incluyendo embargos.
- El acuerdo preveía además que mientras no se concretaran los pagos previstos, Argentina no podría intentar emitir deuda en el mercado de capitales, salvo emisiones destinadas a cancelar en primer término la deuda con los demandantes.

Este acuerdo fue el fruto de una dura negociación con demandantes altamente agresivos. Por ello no sorprende que Argentina haya tenido que ofrecer mejores condiciones a estos tenedores que la que ofreció a todos los demás, inclusive a aquellos otros que contaban también con órdenes *pari passu*.

La negociación de los acuerdos, la discusión judicial y la negociación del proyecto de ley en el Congreso que permitiera cumplir la condición normativa se sucedieron de manera simultánea. Argentina firmó los primeros pre-acuerdos⁵⁰ y remitió al Congreso el proyecto de ley el 3 de marzo; es decir, al día siguiente de que el Juez Griesa dictara el levantamiento de las órdenes *pari passu*.

⁵⁰. Según la declaración del Subsecretario de Financiamiento de fecha 22 de abril de 2016 ante la corte de distrito, entre enero y febrero de 2016 se firmaron 20 pre-acuerdos por más de U\$S 6.000 millones.

Con la Ley N° 27.249 se dio por cumplida la condición legal. Despejado el frente judicial, el desafío pendiente era obtener los fondos para pagar todos los acuerdos. Durante todo este proceso el gobierno siguió celebrando nuevos convenios y en abril de ese año logró emitir deuda en los mercados internacionales por más de U\$S16.000 que le permitieron hacer frente a estos compromisos, retomar el pago de la deuda reestructurada y cerrar definitivamente la saga judicial.

El canje de 2020

La administración Macri estuvo marcada por la vuelta a los mercados internacionales de capitales a los que el gobierno acudió asiduamente para financiar el gasto público, bajo un programa de gradualismo que sucumbió en abril de 2018, con un empeoramiento de las condiciones financieras internacionales. En ese momento, el mercado comenzó a evaluar como insostenibles los grandes volúmenes de deuda pública acumulados.

A inicios de 2020, la deuda con acreedores privados representaba el 90% del PBI, como consecuencia de un fuerte proceso de endeudamiento vivido durante los años 2016 a 2019, agravado por la combinación de una recesión y crisis cambiaria (Nemiña y Val, 2020). A ello se sumó, ya desde los primeros meses de 2020 una pandemia como consecuencia del COVID-19 que agravó aún más la situación económica y fiscal del país.

Con el cambio de gobierno se inician acciones concretas para resolver la situación de deuda en *distress*, con muy bajas posibilidades de ser atendida teniendo en consideración lo menguadas que se encontraban las reservas internacionales.

El gobierno se planteó hacer un canje preventivo, es decir, a través de una negociación que pudiera resolverse rápidamente antes de caer en algún incumplimiento de pago formal y generalizado (Nemiña y Val, 2020); sin perjuicio de que ello no fue posible.

En diciembre de 2019 el gobierno da a conocer los Principios para la gestión de la sostenibilidad de la Deuda Pública de la República Argentina⁵¹ y, en ese marco, llamó a los tenedores de deuda internacional a iniciar conversaciones.

El marco legal del canje se sustentó en la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva (Ley N° 27.541) que en su Título II de la misma facultó al Poder Ejecutivo a llevar adelante

⁵¹. Ver comunicado de prensa del Ministerio de Economía de fecha 19 de diciembre de 2019. Disponible en: [Principios para la gestión de la sostenibilidad de la Deuda Pública de la República Argentina | Argentina.gob.ar.](https://www.argentina.gob.ar/economia/comunicado-de-prensa-19-diciembre-2019)

las gestiones y los actos necesarios para recuperar y asegurar la sostenibilidad de la deuda pública de la República Argentina y con la Ley de Restauración de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Emitida bajo Ley Extranjera (Ley N° 27.544) que declaró como prioritario para el interés del país la restauración de la deuda pública emitida bajo ley extranjera y autorizó al Poder Ejecutivo a realizar operaciones de administración pasivos y/o canjes y/o reestructuraciones, en el marco del artículo 65 de la Ley de Administración Financiera.

El Decreto N° 250/20 establece el valor nominal máximo de deuda a reestructurar en US\$ 68.842 millones; valor correspondiente a todos los bonos emitidos en las últimas dos reestructuraciones (2005 y 2010), más los diecisiete instrumentos emitidos durante la administración Macri.

Respecto del diálogo con los tenedores, Argentina mantuvo canales de comunicación abiertos en todo momento, con los diferentes grupos de acreedores que buscaron una representación común de sus intereses. Se conformaron tres grupos. El *Ad Hoc Argentine Bondholders Group (AHBG)* que mostró la posición menos cooperativa; conformado por grandes fondos de “*real money*” (Alliance Bernstein, Amundi Asset Management, Ashmore Investment Management, BlacRock Financial Management, Blue Bay Asset Management, Fidelity Management & Research Co.) y con fuertes posiciones de deuda doméstica (FMI 2020c). El *Argentine Creditor Committee (ACC)* estaba integrado por fondos especuladores (Greylock Capital, Fintech Advisory y Gramercy Funds Management) con tenencias tanto en los canjes pasados como la deuda nueva (FMI 2020c). El *Exchange Bondholder Group (EBG)* que representaba a tenedores con bonos emitidos bajo el *Indenture* 2005 (HBK Investments, Moarch Alternative Capital, Paloma Partners Management Corp., Redwood Capital Management, VR Capital Group).

Ese diálogo comenzó en diciembre de 2019 ⁵², con diferentes encuentros virtuales y, en paralelo el gobierno inició un proceso de identificación de los tenedores con la firma Morrow Sodali como agente de información.

⁵². Ver comunicado de prensa del Ministerio de Economía de fecha 5 de mayo de 2020. Disponible en: [Ministerio de Economía informa | Argentina.gob.ar](https://www.argentina.gob.ar/economia/comunicado-de-prensa-5-de-mayo-de-2020).

Posteriormente y previa firma de acuerdos de no divulgación, el gobierno inició conversaciones privadas con los tres grupos, compartiendo un documento confidencial que contenía los lineamientos con el propósito de brindar un enfoque actualizado en base al *feedback* recibido en la primera ronda de diálogo. Esas conversaciones continuaron durante el mes de abril; de hecho, uno de los grupos de acreedores presentó su propia contrapropuesta; muy diferente a la planteada por el Gobierno. El Ministerio de Economía calificó la misma como una propuesta que resultaba *“incompatible con el marco macroeconómico y no reconocía la necesidad de un alivio de flujo de efectivo a largo plazo para garantizar la sostenibilidad de la deuda ...”*.⁵³

La propuesta

Ya en el contexto de la fuerte cuarentena iniciada en marzo, el 17 de abril de 2020 el gobierno anunció los términos y condiciones de la primera oferta que se vuelcan a un suplemento de prospecto aprobado por el Decreto N° 391/20.

La invitación de canje de Argentina y la solicitud de consentimiento en virtud de ella fueron lanzadas formalmente el 22 de abril de 2020,⁵⁴ pero sufrió sucesivas modificaciones tendientes a dotarla de mayor valor.

A diferencia del tono con el que se llevó adelante la negociación de la deuda en 2005, en esta oportunidad fue notoria la búsqueda de consensos mediante el reconocimiento de los derechos de los inversores, pero con el establecimiento de límites a sus pretensiones a partir del criterio de la sustentabilidad (Nemiña y Val, 2020).

En abril Argentina no hizo frente a vencimientos por U\$503 millones, lo que generó que cayera en un nuevo default; sin perjuicio de que no se generaron reclamos ni litigios.

Durante junio se reanudan las negociaciones y Argentina recibió una propuesta conjunta de los grupos AHBG y EBG y otra adicional de ACC. El 5 de julio el gobierno anuncia una mejora en la propuesta original,⁵⁵ concentrada principalmente en reducciones en la quita sobre capital, aumento de cupones, vencimientos más cortos y el reconocimiento de intereses

⁵³. Ver comunicado de prensa de fecha 4 de mayo de 2020. Disponible en: [Comunicado | Argentina.gob.ar](#).

⁵⁴. Ver comunicado de prensa. Disponible en: [Microsoft Word - Comunicado de Prensa Versión Español-FINAL.doc \(argentina.gob.ar\)](#).

⁵⁵. Ver comunicado de prensa de fecha 5 de julio de 2020. Disponible en: [La República Argentina Anuncia la Enmienda a la Invitación al Canje | Argentina.gob.ar](#).

devengados e impagos con la entrega de bonos con vencimiento en 2030. Como parte de las mejoras también se previó la posibilidad de los tenedores de bonos en euros y franco suizos poder recibir nuevos bonos en dólares, se ajustan los términos de la cláusula de derechos sobre futuras ofertas (la llamada cláusula RUFO), se permite a los tenedores de bonos sometidos al *Indenture* de 2005 poder tener nuevos títulos gobernados por ese mismo contrato y se deciden incorporar umbrales de participación mínima como condición para la consumación de la invitación.

En agosto finalmente el gobierno anuncia haber alcanzado un acuerdo con los tres principales grupos de acreedores. La propuesta final de la reestructuración fue aprobada por medio del Decreto 676/20⁵⁶ y se sustentó en la Segunda Enmienda al Suplemento de Prospecto presentada a la SEC el 17 de agosto de 2021.⁵⁷

La posición del FMI

Un tema de interés en el análisis del proceso de reestructuración de deuda es la posición del FMI, no sólo por su relevancia como “autoridad” internacional en materia financiera y de balanzas de pagos, sino además por su condición de prestamista de última instancia y, puntualmente en el caso de Argentina, por ser uno de los principales acreedores del país con acreencias por más de U\$S44.000 millones⁵⁸ otorgados en el marco del Acuerdo Stand-by. No sólo resultó una transacción relevante para Argentina, sino también para el propio Fondo, en tanto, uno de cada dos dólares que el FMI tenía prestados en créditos no concesionales correspondían a Argentina (Nemiña y Val, 2020).

Es decir, el FMI representa de algún modo el rol de un tercero independiente que pretende expresar una posición ecuanime respecto a cómo se deben repartir las pérdidas en estos procesos de *distress* soberano; pero, por otro lado, también es parte interesada en tanto principal acreedor del país.

⁵⁶. Ver comunicado de prensa de fecha 15 de agosto de 2020. Disponible en: [Términos de oferta de canje de deuda pública en moneda extranjera bajo ley extranjera | Argentina.gob.ar](https://www.argentina.gob.ar/finanzas/terminos-oferta-canje-deuda-publica-en-moneda-extranjera-bajo-ley-extranjera).

⁵⁷. Ver Segunda Enmienda del 17 de agosto de 2020 al Suplemento de Prospecto de Argentina de fecha 21 de abril de 2020 enmendado el 6 de julio de 2020. Disponible en: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000119312520221606/d68512d424b5.htm>.

⁵⁸. Ver FMI (2020a).

A diferencia de la posición del FMI en el pasado, en esta oportunidad mostró un apoyo significativo a la estrategia de Argentina frente a sus acreedores privados. El staff del FMI publicó una nota técnica en marzo de 2020 en la que expresó que, bajo su análisis, *“virtualmente no hay lugar para pago de servicios de deuda en moneda extranjera a acreedores privados durante 2020-2024”*. En igual sentido, expresó que *“la calibración final de los parámetros de la reestructuración de deuda tendría que ... asegurar que, después de 2030, el ratio de deuda sobre PBI se mantenga estable y las necesidades de financiamiento sea administrables”*.⁵⁹

Asimismo, en junio de 2020 el staff del FMI publicó un comunicado técnico analizando la propuesta de reestructuración que Argentina había puesto sobre la mesa (que no fue la propuesta finalmente aceptada) en el que concluyó que *“la propuesta revisada ... sería consistente con el restablecimiento de la sostenibilidad de la deuda con alta probabilidad”* y que *“existe solo un margen limitado para incrementar pagos a los acreedores privados y al mismo tiempo cumplir con los umbrales de deuda y servicio de la deuda estimados por el personal técnico del FMI”*.⁶⁰

La deuda elegible

La propuesta de 2020 incluía los ocho bonos emitidos bajo el *Indenture* de 2005 (todos los bonos emitidos en los canjes de 2005 y 2010) y 17 bonos emitidos durante el gobierno de Macri bajo el *Indenture* de 2016. Cabe recordar que estos contratos representaban diferentes derechos y obligaciones para las partes, por lo que, como se explicará más adelante, el tratamiento contractual de los nuevos títulos se constituyó en una disputa central durante las negociaciones (Nemiña y Val, 2020).

Estos bonos incluían plazos de amortización que iban de los 10 a los 97 años, estaban denominados en tres monedas y sumaban un total aproximado de U\$S65.000 millones de capital (De la Cruz y Lagos, 2020).

Principales características de la propuesta

La siguiente tabla resume las principales características de la propuesta de Argentina a los tenedores de bonos, tanto emitidos bajo el *Indenture* 2005 como el de 2016.

⁵⁹. Ver. FMI (2020a), apartado 24.

⁶⁰. Ver FMI (2020b).

Tabla 6: Principales características de la Propuesta

	Acuerdo (04-ago)
Bonos elegibles	21 bonos (13 en USD, 7 en EUR y 1 en CHF) por USD66.072 millones
Bonos en reconocimiento del capital	10 (5 en USD y 5 en EUR)
Vencimientos	2030, 2035, 2038, 2041 y 2046
Tratamiento de intereses corridos	Entrega de bonos USD y EUR 2029, cupón 1% para USD y 0,5% para EUR, con <i>indenture</i> 2016
Instrumento contingente	No incluye
Primer pago de intereses	09/07/2021
Frecuencia de pago intereses	Primer cupón irregular y luego semestral
Incremento de tasa de cupón (<i>step up</i>)	USD: de 0,125% a 5% EUR: de 0,125% a 4,5%
Cupón promedio	USD: 3,75% EUR: 3,11%
Primera amortización	09/07/2024
Frecuencia de amortización	Semestral
Cantidad de cuotas de amortización	de 10 a 44 cuotas
Vida promedio (años)	11,1
<i>Indenture</i> ⁵	Mantiene <i>indentures</i> originales
Quita nominal	3% para los nuevos bonos 2030, 2035 y 2046, sin quita para el resto

Fuente: Oficina Nacional de Presupuesto.

La propuesta consistió básicamente en una reducción de la cantidad de bonos a instrumentos en dólares y euros con vencimientos en 2030, 2035, 2038, 2041 y 2046 con quitas del 3% del valor nominal para los 2030, 2035 y 2046 y sin quita de capital para los demás. Los bonos con vencimiento en 2038, 2041 y 2046 fueron los instrumentos destinados para los títulos emitidos bajo el *Indenture* 2005, mientras que los demás se destinaron a los tenedores de bonos emitidos bajo el *Indenture* 2016. Los cupones promedio de los bonos en dólares fueron de 3,75%, mientras que los de euros de 3,11% y la vida promedio de 11,1 años. Lo más relevante además es que se despejó el pago de amortizaciones hasta julio de 2024, lo que generó el espacio fiscal buscado por el Gobierno. Los intereses corridos y no cancelados se pagaron a valor nominal con bonos con vencimiento en 2029.

Los bonos nuevos también se emitieron bajo los mismos *indentures* en los que habían sido emitidos los bonos elegibles. Es decir, los bonos con vencimiento en 2038 y 2041 se emitieron bajo el *Indenture* 2005 y los todos los demás bajo el *Indenture* 2016. El bono 2046 es un instrumento al que podían ir tenedores de bonos de ambos *indentures*.

Aquellos tenedores que no participaban del canje, pero que eran arrastrados en virtud de la aplicación de las CACs recibían los bonos más largos –los *discounts* iban a los bonos 2038, los pares a los bonos 2041 y los bonos del *Indenture* 2016 a los bonos 2046⁶¹- y además no recibían la Retribución Adicional por Consentimiento que se explica más adelante.

La oferta preveía un umbral mínimo de participación como condición para la efectivización del canje: i) la aceptación del 66,6% del monto total de bonos elegibles, o ii) considerando cada *indenture* (2005 y 2016) por separado, la aceptación del 50% del monto elegible o se logre aplicar las CACs sobre el 60% del monto elegible de cada *indenture*.

Esta condición de participación mínima no refiere a las mayorías previstas en las CACs sino una condición propia de la transacción que fue el resultado de un diseño contractual muy agresivo por parte de Argentina.

Rememorando la clasificación de incentivos positivos y negativos o de “zanahorias y garrotes” explicados en el Capítulo II, esta propuesta estuvo sin lugar a dudas complementada básicamente con garrotes y muy poco de zanahorias. No hubo pagos cash, ni instrumentos adicionales. Solamente se previó un menú de bonos de salida, una limitada posibilidad de cambio de moneda (de ciertos bonos denominados en euros y francos suizos a bonos denominados en U\$S) y se reconocieron los intereses devengados y no pagados cancelados con bonos con vencimiento en 2029. Pero, por el lado de los garrotes, la propuesta económica se sostuvo en un diseño contractual muy agresivo para con los tenedores, que será explicado en el capítulo siguiente.

El cambio de moneda estaba restringido exclusivamente a la posibilidad de los tenedores de bonos en euros de pasar ciertos bonos denominados en dólares estadounidenses.

La tabla siguiente refleja las opciones ofrecidas a los tenedores de cada bono.

⁶¹. Ver sección “Modificaciones Propuestas” en la Segunda Enmienda al Suplemento de Prospecto. S-14.

Tabla 7: Opciones de bonos de salida y montos máximos de emisión

Bonos Elegibles			Nuevos Bonos y Montos Máximos (mm) ⁽³⁾									
Grupo Inicial	Series de Bonos Elegibles	Principal O/S (mm)	USD 2030	USD 2035	USD 2046	USD 2038	USD 2041	Euro 2030	Euro 2035	Euro 2046	EUR 2038	EUR 2041
			US\$13,800	US\$23,000	Sin Monto Máximo	Sin Monto Máximo	Sin Monto Máximo	€ 3,100	€ 2,800	Sin Monto Máximo	Sin Monto Máximo	Sin Monto Máximo
Grupo 1	USD 2021-2023	US\$9,484	✓	✓	✓	x	x	x	x	x	x	x
	EUR 2022-2023	€ 2,250	✓ ⁽²⁾⁽³⁾	x	x	x	x	✓	✓	✓	x	x
	CHF 2020	CHF 400	✓ ⁽²⁾⁽³⁾	x	x	x	x	✓	✓	✓	x	x
Grupo 2	USD 2026-2036 ⁽¹⁾	US\$17,147	✓	✓	✓	x	x	x	x	x	x	x
	EUR 2027-2028 ⁽¹⁾	€ 2,250	x	✓ ⁽²⁾⁽³⁾	x	x	x	✓	✓	✓	x	x
Grupo 3	USD 2046-2117 ⁽¹⁾	US\$8,307	x	✓	✓	x	x	x	x	x	x	x
	EUR 2047 ⁽¹⁾	€ 750	x	x	✓ ⁽²⁾⁽³⁾	x	x	x	✓	✓	x	x
Bonos Discount	USD	US\$5,092	x	x	✓	✓	✓	x	x	x	x	x
	EUR	€ 5,769	x	x	x	✓ ⁽²⁾⁽³⁾	x	x	x	✓	✓	✓
Bonos Par	USD	US\$5,034	x	x	✓	x	✓	x	x	x	x	x
	EUR	€ 6,473	x	x	x	x	✓ ⁽²⁾⁽³⁾	x	x	✓	x	✓

1) Elecciones sujetas a Procedimientos de Prioridad de Aceptación. 2) Los tenedores de EUR y CHF que elijan Nuevos Bonos en USD recibirán el monto de capital equivalente en USD asumiendo que 1 € equivale a 1,1855 USD y 1 CHF equivale a 1,0988 USD y 0,9269 EUR. Dichas elecciones quedarán excluidas de los procedimientos de prioridad de aceptación y los Montos Máximos aplicables a los Nuevos Bonos USD 2030 y 2035, y reducirán los Montos Máximos aplicables a los Nuevos Bonos Euro 2030 y 2035.

Fuente: Ministerio de Economía.

Respecto a los bonos elegibles emitidos bajo el *Indenture* 2016, se conformaron 3 grupos diferentes en base a los vencimientos. El grupo 1 de los bonos más cortos, tenían la opción de ir a bonos elegibles más cortos y sin que los alcance el Procedimiento de Prioridad de Aceptación. Los bonos de los grupos 2 y 3 en cambio estaban alcanzados por este procedimiento; por lo tanto, una vez satisfechas las tenencias del grupo 1, se consideraban las tenencias del grupo 2 y luego del 3, aplicando criterios de distribución a pro rata.

Se previeron algunos tecnicismos adicionales como, por ejemplo, si los bonos en euros y francos suizos que tenían la opción de pasar a bonos en dólares, lo hacían, entonces el cupo previsto para los nuevos bonos en euros se trasladaba proporcionalmente a los nuevos bonos en dólares, reduciendo el monto máximo de emisión de los primeros. Las presentaciones al canje que superaran el cupo máximo de emisión se trasladaban parcial o totalmente a bonos más largos.

Respecto de los intereses devengados y no pagados de los bonos elegibles -o PDI por sus siglas en inglés- Argentina los canceló entregando bonos con vencimiento en 2029 en dólares o euros, según la moneda del bono elegible a valor nominal.

También se incluyó otro componente que premiaba exclusivamente a aquellos que participen del canje. La llamada Retribución Adicional por Consentimiento (*Additional Consent Consideration*) también pagadera en bonos 2029 y equivalente a un valor notional igual al monto de intereses devengados del bono elegible entre el 22 de abril al 4 de septiembre de 2020. En el capítulo siguiente se analizará esto con mayor detenimiento.

La Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC) estimó, asumiendo un *exit yield* de 10%, que la propuesta tenía un valor estimado a la fecha de liquidación de entre USD55 y USD63 para los bonos en dólares por cada USD100 de valor nominal elegible, con un promedio de USD55,8. Dicho valor incluye la Retribución Adicional por Consentimiento, cuyo valor promedio se estimó en USD1,4 de valor presente.

Por último, cabe enfatizar que se trató de una transacción con un diseño contractual innovador y polémico. El mismo será descrito en detalle en el capítulo siguiente.

Resultados de la transacción

El 31 de agosto de 2020 se anunciaron los resultados del canje. Argentina alcanzó un porcentaje de adhesión del 93,5% de los tenedores y por aplicación de las CACs, se elevó al 99,01% del capital pendiente de pago del total de bonos elegibles.

Si se discrimina entre los dos diferentes grupos de bonos, se observa que el nivel de aceptación en los bonos bajo en *Indenture* 2016 fue del 96,8%, mientras que para los bonos del *Indenture* 2005 fue de 87,4% (OPC, 2020b). Al haberse alcanzado los umbrales de las CACs, se logró arrastrar a la totalidad de la deuda *outstanding* de cada serie, salvo en los bonos Par en U\$S y euros emitidos en el canje de 2010, en los que el nivel de adhesión fue del 63,0% y 60,5%, respectivamente (OPC, 2020b). Estos dos bonos fueron excluidos de la lista de títulos designados, haciendo uso de la herramienta de la redesignación.⁶² Argentina aceptó las ofertas presentadas y simplemente siguió pagando bajo las condiciones originales a los *holdouts* que no participaron.

⁶². Ver anuncio de los resultados de la transacción disponible en: [La República Argentina anuncia los resultados del canje de deuda pública externa bajo ley extranjera | Argentina.gob.ar](https://www.argentina.gob.ar/finanzas/la-republica-argentina-anuncia-los-resultados-del-canje-de-deuda-publica-externa-bajo-ley-extranjera).

Se emitieron nuevos bonos en dólares por USD 63.207 millones y bonos en euros por EUR 4.185 millones (OPC, 2020b).

De acuerdo a lo informado por la OPC, los canjes de deuda sometida a ley local, que no es parte del análisis de esta tesis, y a ley extranjera en conjunto lograron una reducción de servicios para el período 2020-2024 de U\$S 55.500 millones.

Conclusiones del Capítulo III

En este capítulo se detallan los aspectos salientes de cada una de las principales operaciones de reestructuración de pasivos que Argentina llevó adelante desde el default de 2001.

Con particularidades diferenciales bien marcadas, el canje de 2005 fue un proceso con un bajo nivel de coordinación entre los propios acreedores; en el cual, además, no se logró generar un canal de diálogo eficiente entre el deudor y los diferentes grupos de acreedores. Esto dio como resultado un proceso que fue, de por sí, largo y además desarrollado en un ambiente de fuerte beligerancia, en particular con ciertos grupos de acreedores. La reapertura de 2010 estuvo marcada por un contexto de recuperación económica que generó fuerte interés en algunos tenedores *holdouts* en pedir una reapertura para canjear su deuda. Ya existían a esta altura cientos de juicios y los tenedores agresivos ya habían mostrado sus primeras armas en una batalla judicial que terminaría siendo definitiva de la suerte del deudor.

Luego del acuerdo con los *holdouts* en 2016 y una nueva etapa de acceso a los mercados financieros internacionales, Argentina vuelve a caer en default en 2020 y se inicia la última reestructuración analizada. Este proceso dista bastante de los dos anteriores. Está marcado por un diálogo franco con grupos bien definidos de tenedores, en una transacción con muy bajo nivel de tenedores minoritarios. Este proceso fue sustancialmente más rápido, se ejecutó con un bajo nivel de contratiempos y sin litigios alrededor. Pero sin duda, la característica más saliente fue el innovador diseño contractual que modificó sustancialmente el esquema de contrapesos existente hasta ese momento en las reestructuraciones de deuda soberana. En el capítulo siguiente analizaremos dicho impacto.

Capítulo IV: Análisis de las reestructuraciones de Argentina (2005-2010 vs. 2020) bajo el Análisis Económico del Derecho

El Análisis Económico del Derecho positivo permite posar la mirada en las ineficiencias que pueden darse en la aplicación real de determinados institutos jurídicos (leyes, regulaciones, contratos, etc.). Ineficiencias miradas desde el punto de vista de costos (o pérdidas de valor) para las partes involucradas en dicha relación jurídica. La teoría de los juegos en su forma corriente asume que las personas toman decisiones o eligen aquellas estrategias que maximizan sus pagos (Stordeur, 2011).

En el caso puntual de los contratos de deuda soberana, en particular aquellos instrumentados en títulos públicos, existe una amplia experiencia y desarrollo respecto a cómo identificar esas ineficiencias o problemas y cómo resolverlos. En las últimas décadas se ha avanzado en desarrollos contractuales que, al igual que el marco legal que regula la particular relación entre un deudor soberano y sus acreedores, han sido testeadas. Existe también un fuerte desarrollo jurisprudencial en torno a su aplicación, tal como se explicó en el Capítulo I.

En este capítulo se buscará exponer formalmente el proceso de toma de decisiones de las partes involucradas en dicho proceso y cómo esas decisiones se pueden ver afectadas por diferentes factores. Partiendo de la experiencia de los canjes de Argentina de 2005-2010, el análisis se centrará en la estructura del juego, la identificación de las decisiones estratégicas que caracterizan al mismo, la estructura de pagos y, a partir de estos elementos, se expondrán los problemas de coordinación e información que se generan en las reestructuraciones.

Posteriormente se re-editará el ejercicio, pero teniendo en consideración cambios sustanciales ocurridos con posterioridad a 2010. Existen principalmente dos factores relevantes: las implicancias que supusieron para los procesos de reestructuración de deuda soberana las decisiones judiciales ocurridas en la llamada causa *pari passu* y la evolución en el diseño de nuevas cláusulas de acción colectiva y de *pari passu*, a partir de la propuesta de ICMA (2014). A partir de estos factores se realizará el ejercicio para el canje de Argentina

en 2020, el cual supuso un uso innovador de la llamada “redesignación” y del esquema conocido como “*Pac-man*”.

La negociación como un proceso de distribución de pérdidas

Retomando lo visto en el Capítulo II, cabe recordar que toda reestructuración de deuda la principal puja distributiva se observa entre el deudor y sus acreedores; donde el primero buscará reducir el stock de su deuda y/o reperfilar los futuros vencimientos, mientras que los acreedores buscarán una oferta que minimice sus pérdidas. Ambas partes entienden que a fines de resolver el problema y permitir que el deudor vuelva a la senda de la sustentabilidad necesariamente habrá pérdidas. La cuestión es cómo se distribuyen.

La otra puja distributiva tan o más relevante que la relación “deudor vs. acreedor” es la puja “acreedor vs. acreedor”; caracterizada justamente por una puja distributiva entre los diferentes grupos de acreedores, con la siempre presente sombra del *free-rider*.

Fallas de coordinación en las negociaciones de deuda soberana

En las reestructuraciones de deuda soberana instrumentada en títulos públicos se exacerbaban las fallas de coordinación que dificultan los procesos de negociación y, consecuentemente, pueden llevar a resultados “ineficientes”. Según Krueger (2002), un mecanismo de reestructuración eficiente debería generar incentivos adecuados para que los soberanos con deudas insustentables enfrenten este problema de una manera expeditiva, preservando en la manera de lo posible el valor de los activos en manos de los acreedores y restableciendo las condiciones para el crecimiento y la recuperación de la sustentabilidad, pero también, evitando la utilización oportunista del mecanismo.

Seguidamente se expondrán los dos conjuntos de problemas que se observan en estos procesos:

- i. los problemas de información asimétrica entre deudor y acreedores donde básicamente la falla de coordinación, desde la óptica de los acreedores, estriba en determinar si la oferta que realiza el deudor es “justa” en función de si se adecúa o no a su capacidad de pago; y

- ii. los problemas de coordinación intra-acreedores en los cuales cada tenedor individual de deuda tiene incentivos a rechazar un acuerdo que acepta la mayoría, en la medida que esto le permita cobrar sin sufrir pérdidas.

El primer conjunto de problemas suele referirse como el “riesgo moral del deudor”, mientras que el segundo suele identificarse como el problema de los *holdouts* y representa una expresión del fenómeno de *free rider*.

Identificados ambos problemas, se discutirán sus implicancias sobre los procesos de reestructuración, así como los dilemas que se presentan a los hacedores de política a la hora de implementar estas operaciones y las herramientas que disponen.

Asimetría de información y riesgo moral

El problema de asimetría de la información se traduce como la “(...) *situación de desequilibrio entre partes donde, en consecuencia, se produce una asignación ineficiente de recursos*” (Cooter y Ulen, 1999). En las reestructuraciones de deuda soberana, el deudor conoce su capacidad de repago mejor que sus acreedores y se encuentra en una mejor posición para juzgar cuánto ajuste y reformas son posibles, política y económicamente, para servir la deuda futura (Buchheit y otros, 2019). La asimetría de información dificulta alcanzar un acuerdo en relación al esfuerzo que cada parte debe hacer para resolver el conflicto, al tiempo que posibilita que la parte con mayor información pueda obtener un resultado más beneficioso que el que objetivamente amerita su condición económica.

La asimetría de información del deudor frente a sus acreedores puede conducir a un problema de riesgo moral que se manifiesta de varias formas. El caso más abordado por la literatura sugiere que esta asimetría podría llevar al soberano a incumplir sus obligaciones de pago en casos donde su situación económica y fiscal no es lo suficientemente grave como para justificar tal conducta; es decir, un “*default oportunístico*”. El deudor tiene capacidad de pago, pero rechaza hacerlo, amparado por las protecciones que brindan los regímenes de inmunidad soberana (Roubini y Setzer, 2004).

En este contexto, la existencia de la asimetría de información conduce a dos situaciones problemáticas. Por un lado, resulta factible que ante una situación con un bajo grado de insolvencia el soberano encuentre óptimo realizar una oferta con una quita superior a la necesaria. Es decir, el soberano se aprovecha de su situación privilegiada para lograr una

quita “injusta”, que reduce los derechos de cobro de los acreedores en un nivel por encima del consistente con la recuperación de la solvencia. Por otra parte, ante una situación de elevada insolvencia, el soberano puede plantear una quita adecuada y los acreedores la rechacen por considerar que aquél está llevando a cabo una estrategia oportunística.

Este problema de “identificación” respecto de la situación de insolvencia lleva a que los acreedores busquen naturalmente reducir cualquier pretensión de quita que el mismo plantee, lo que jugará en detrimento de la eficiencia del proceso de negociación; lo cual a su vez puede llevar al soberano a prever siempre quitas más altas que las necesarias para iniciar el proceso de negociación. Estas ineficiencias se reflejarán en los tiempos del proceso, dando lugar a demoras y costos económicos asociados a su desarrollo (prolongando los costos asociados a la situación de *stress* financiero).

Una consecuencia indeseada es que, por efecto de esta asimetría informativa, los deudores terminen ofreciendo una quita más baja que aquella consistente con el restablecimiento de su situación de insolvencia, con el objetivo de asegurar un nivel de participación que asegure el retorno a los mercados de capitales. Esto puede llevar a que se instaure un dilema entre “aceptabilidad” y “sustentabilidad” de la propuesta. En un caso ideal, el mecanismo de reestructuración debiera asegurar el restablecimiento de la solvencia, siendo ésta la única manera de evitar futuros episodios de crisis y, en definitiva, maximizar la probabilidad de cobro para con los acreedores.

Haciendo una analogía con el caso de las reestructuraciones privadas, podemos señalar que las causas del riesgo moral están en la inexistencia de un árbitro imparcial que ordene el proceso de negociación y fije reglas claras sobre provisión de información de la situación económica y fiscal del deudor, garantizando a su vez la veracidad de la misma para que los acreedores puedan superar su desconfianza natural.

Los holdouts como una expresión del free-rider

Este segundo problema refiere al ámbito de la relación intra-creedores y está relacionado con los incentivos que tiene un conjunto acotado de actores de desviarse del acuerdo, buscando incrementar el pago de sus acreencias a costas del sacrificio que realizan los demás (Buchheit y otros, 2019). Si bien estos problemas existieron bajo todos los formatos de negociación de deuda soberana, lo cierto es que han adquirido una relevancia mucho

mayor a partir del desarrollo del financiamiento vía títulos públicos (Schwarcz, 2004) y de la jurisprudencia generada a partir del *default* de Argentina de 2001.

Bajo los esquemas de negociación reducidos a unos pocos acreedores (por ejemplo, el Club de París o los *steering committees* bancarios), las condiciones para una adecuada coordinación estaban presentes; mientras que, con una masa numerosa, no homogénea, difusa y acéfala de tenedores de títulos, estos problemas han pasados a ser centrales.

Los procesos de reestructuración de deuda son esencialmente voluntarios; es decir que los acreedores podrán aceptar o rechazar una oferta, salvo en los supuestos de ejecución de las CACs. Suponiendo que la deuda a reestructurar no cuenta con mecanismos de *cramdown*, quedarán acreedores *holdouts*, cuyo volumen será una indicación del éxito de la transacción.

El deudor debe enfrentar la disyuntiva de continuar o no pagándoles a los *holdouts* en las condiciones originales y, a su vez, esa decisión motivará una reacción de parte de éstos. La decisión del soberano probablemente dependa, entre otros factores, del porcentaje de deuda no reestructurada y del impacto financiero que implicaría seguir sirviendo la misma en los términos originales. Si el soberano decide continuar pagando esta deuda, es de esperar que no existan mayores conflictos. Sin embargo, si la decisión es no continuar pagándola, entonces los *holdouts* seguramente recurrirán a la vía judicial con el objetivo de cobrar sus acreencias mediante la ejecución de activos del deudor, en el contexto de un régimen legal caracterizado por las normas sobre inmunidades soberanas.

El riesgo del comportamiento *holdout* es un riesgo conocido de antemano, tanto por el emisor como por todos los acreedores, que podrán optar por aceptar el acuerdo o mantenerse afuera. La inclusión de CACs en los contratos de deuda puede atenuarlo, pero no lo elimina; básicamente porque aun con su inclusión, el deudor puede no alcanzar los umbrales requeridos para ejecutarlas. Pero todas las partes saben también que, si la mayoría rechaza el acuerdo, entonces no habrá oportunidad de comportarse como un *free rider*. Para que existan *holdouts* se requiere que exista antes una mayoría de *holdins* que permita al deudor conseguir un mayor alivio fiscal. Esta dinámica condiciona fuertemente

el proceso de negociación y supone costos para las partes involucradas, tanto en términos económicos como en relación al principio de equidad entre acreedores.

El problema del *free rider* tiene dos consecuencias para el proceso de negociación. Por un lado, los incentivos a desviarse y rechazar el canje pueden llevar al fracaso de las negociaciones, y la consecuente dilación del proceso. Por otra parte, la existencia de *holdouts* que persiguen estrategias legales agresivas puede generar externalidades sobre el resto de los acreedores que aceptan la reestructuración por medio de medidas judiciales que, en la búsqueda de activos judiciales, afectan el proceso de pagos de deuda *performing*.

Desarrollo del juego

Habiendo pasado revista ya al marco jurídico, al marco teórico aplicable a las reestructuraciones de deuda y habiendo analizado los últimos canjes de Argentina, cabe en esta oportunidad expresar el juego base que subyace a la negociación entre el deudor soberano y sus acreedores.

A los fines de la exposición tomaremos los siguientes supuestos respecto del contexto en el cual se desarrolla el juego:

1. El deudor ya se encuentra en *default* en su deuda externa.
2. El deudor carece de capacidad de financiarse exclusivamente en su mercado interno: es decir, necesariamente debe buscar financiamiento en el mercado externo. En términos más generales, se supone que tiene un incentivo en resolver el referido estado de incumplimiento y que por tanto no resulta una estrategia “viable” permanecer en *default*.
3. La deuda en *default* se encuentra instrumentada en títulos públicos y, por lo tanto, un rasgo característico es la “atomicidad” de jugadores que no pueden actuar coordinadamente a la hora de decidir si ingresan a un canje o no.
4. Los títulos a reestructurar fueron sometidos a una ley y jurisdicción extranjeras.
5. Los títulos elegibles para la reestructuración no cuentan con cláusulas de acción colectiva, con lo cual no resulta posible imponer una oferta aceptada por la mayoría a una minoría que la rechaza. Se requiere unanimidad.

Respecto del primer supuesto, se podría asumir también que el canje tiene lugar con anterioridad al evento de incumplimiento. En este caso, el soberano podría organizar una operación de canje con el objetivo de resolver la crisis de deuda y si éste resultara infructuoso, el soberano podría solicitar un paquete de ayuda multilateral (*bail-out*) y el juego en principio no se daría o bien, podría suspender pagos, lo que constituye un *default* formal, para luego ingresar en una negociación con una dinámica como la planteada en el marco analítico a continuación.

Con respecto al segundo supuesto, la experiencia histórica abrumadoramente indica que casi no existen casos donde los soberanos no realicen acciones de reestructuración para normalizar la situación de impago, dando cuenta que los costos asociados al *default* son lo suficientemente altos como para forzar al soberano a reestructurar. Si bien las acciones de resolución de este tipo pueden demorarse por largos períodos de tiempo eventualmente los gobiernos renegocian los pasivos en situación irregular (Wright y Benjamin, 2009). De hecho, como sostienen Buchheit y otros (2019), deudor y acreedores podrían no desear una resolución rápida. Los soberanos son gobiernos que responden a incentivos políticos, con lo cual, la dilación en la resolución de la deuda sin bien ineficiente en la negociación, puede ser una medida popular para sus electores. Más allá de ello, aun en el caso extremo donde el soberano pueda no tener necesidad de recurrir al financiamiento internacional en el futuro, posiblemente agentes privados de su economía sí necesiten o quieran hacerlo y para ello la normalización de la deuda pública resultará una condición necesaria.

Los otros tres supuestos, en cambio, resultan cruciales para dar lugar a las fallas de coordinación aquí aludidas. En este sentido si se supone que la base de acreedores es relativamente pequeña y homogénea y, al mismo tiempo, considera que existen mecanismos reputacionales por medio de los cuales es factible que los acreedores disciplinen a potenciales *free riders*, sería esperable que la estrategia de los *holdouts* no se produzca. Así, en el marco de la reestructuración de préstamos sindicados durante la década de los 80, la conformación de *steering committees* y la aplicación de cláusulas de solidaridad minimizaban el problema de los *holdouts*. Lo mismo puede decirse de las renegociaciones de deudas oficiales en el marco del Club de París.

Por su parte, el hecho de que los bonos objeto de la reestructuración estén sometidos a una ley y jurisdicción extranjera resulta crucial para que el soberano no pueda hacer uso de su “poder de príncipe” imponiendo soluciones unilateralmente.

Finalmente, la introducción de cláusulas de acción colectiva permite mitigar los problemas asociados a la falta de coordinación intra-acreedores; pero su impacto en el juego se explicará más adelante.

Estructura básica del “juego” de negociación: jugadores, etapas y estrategias

Se trata de un juego de negociación secuencial en el cual, ante una crisis de deuda, el soberano se ve empujado hacia el *default* y se verifica un estado de insolvencia intertemporal de su deuda. A continuación, se analizarán los aspectos estilizados más salientes de este proceso.

Nivel de quita

A efectos de simplificar el análisis, suponemos que la naturaleza “N” determina de manera exógena si el soberano “S” enfrenta un estado de insolvencia “alto” o “bajo”, dada una determinada carga de deuda en *default* versus su capacidad de pago. La gravedad del estado de insolvencia determina un nivel de quita ideal que el soberano debiera alcanzar para garantizar una trayectoria de deuda consistente con el criterio de solvencia intertemporal con un elevado grado de certidumbre. Esta quita se mide en términos de valor presente; es decir, se determina a partir del impacto que generen, no sólo una reducción del nominal, sino también una reducción de tasa de interés o un incremento de plazos. De esta forma, un estado de elevada insolvencia tendrá aparejado un nivel de quita “alto” \bar{q}_H ; mientras que un estado de la naturaleza asociado a una mayor capacidad de repago (y por ende, una menor insolvencia) estará asociado al nivel de quita bajo \bar{q}_L . Siendo $1 \geq \bar{q}_H > \bar{q}_L \geq 0$, donde los extremos estarían asociados con aquellos estados de insolvencia donde: (i) el soberano es incapaz de repagar la deuda pactada y la única propuesta factible es la condonación total ($\bar{q}_H = 1$)⁶³, o (ii) aquellas crisis de deuda originadas pura y exclusivamente en una situación de iliquidez transitoria, en la cual una mera

⁶³. Estas situaciones se dan en negociaciones de acreedores oficiales (bilaterales y multilaterales) con países de los llamados “HIPCS” (*Heavily Indebted Poor Countries*).

reprogramación de vencimientos, con baja pérdida de valor presente para los acreedores, sería suficiente para resolver la situación de incumplimiento ($\bar{q}_L = 0$).

Información asimétrica

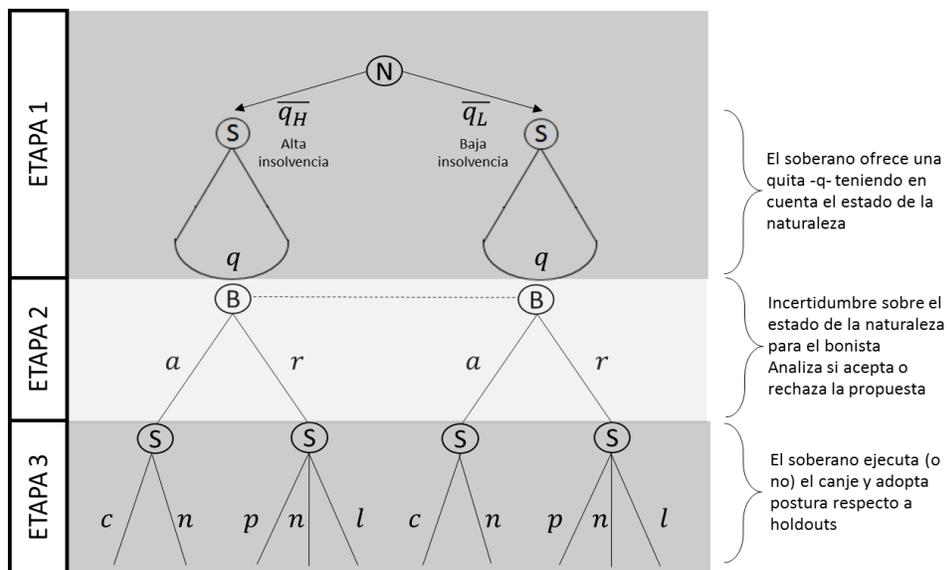
Como ya fuera explicado anteriormente, el estado de insolvencia que determina la naturaleza es información privada del soberano. Los bonistas pueden hacer estimaciones propias, pero no pueden apreciar acabadamente la situación de solvencia, debiendo conformarse una expectativa de la misma. Asimismo, los bonistas saben que el soberano conoce su capacidad de pago y que éste sabe que ellos no la conocen con precisión.

Esto genera una situación de información asimétrica que deviene en un problema de “riesgo moral”, en el cual el soberano puede aprovecharse de la falta de información por parte de los deudores para ofrecer una quita superior a la necesaria.

Etapas y ejecución del juego

Definido el estado de insolvencia, en cada período “t” se realiza un juego como el que se describe en el gráfico a continuación:

Gráfico 6: Etapas y acciones en el juego de negociación



Fuente: elaboración propia.

En la primera etapa del juego, el soberano ofrece una quita $1 \geq q \geq 0$ sobre los bonos en *default* que resulta de comparar el valor presente de los bonos del nuevo paquete ofrecido

con respecto al valor presente de los bonos en *default*.⁶⁴ Adicionalmente, uno podría agregar que, junto con la oferta de quita, el deudor hace uso de un conjunto de herramientas que, sobre la base de premios y castigos, tienden a incentivar la participación de los acreedores en el canje (zanahorias y garrotes explicados en el Capítulo II).

En la siguiente etapa, los bonistas evalúan simultáneamente la oferta formulada por el deudor y optan entre una de dos opciones posibles, aceptar $-a-$ o rechazar $-r-$ la oferta de canje. En la consideración de estas dos estrategias, el bonista debe formularse una opinión respecto al estado de insolvencia que enfrenta el soberano, así como una conjetura sobre el accionar del resto de los bonistas. En caso de que un bonista acepte la propuesta, nos referiremos a este como *holdin*, mientras que en caso que opte por rechazarla lo llamaremos *holdout*. La suma de las tenencias de deuda de los *holdins*, frente al total de la deuda elegible determinará el nivel de adhesión obtenido por la propuesta.

En la etapa final del juego, y en función del nivel de adhesión obtenido, el soberano debe optar entre un conjunto de acciones con respecto a los dos conjuntos de acreedores –los *holdins* y los *holdouts*–. Siguiendo a Bi, Chamon y Zettelmeyer (2011), fijando un nivel de participación mínimo $-s_{min}$ – como condición para que el canje sea “exitoso”, es decir que asegure la solvencia, el soberano decidirá concretar la operación de canje –representado por la acción $c-$ con los bonistas *holdin*–, mientras que en caso contrario optará por realizar una nueva oferta $-n-$ a todos los acreedores. Este nivel de aceptación mínimo puede ser simplemente anunciado por el deudor⁶⁵ o puede estar expuestos explícitamente en los documentos del canje como una obligación para el perfeccionamiento de la transacción⁶⁶. Nótese que, en caso de que el soberano opte por lanzar una nueva oferta, no hay diferencia en la acción que el soberano realiza entre los *holdout* y los *holdin*, y el juego comienza nuevamente desde la primera etapa. Este juego “reseteado” se ve por ejemplo en las primeras ofertas que Argentina hiciera en el canje de 2020; agregando algunos condimentos adicionales para incrementar el valor de la propuesto o, lo que es lo mismo, reducir la quita.

⁶⁴. Existe en la doctrina una vasta discusión acerca de cómo calcular quitas en una reestructuración. Ver, por ejemplo, Sturzenegger y Zettelmeyer (2008) y Cruces y Trebesch (2008).

⁶⁵. Argentina en 2005. Las autoridades estimaron que la transacción sería un éxito si el nivel de adhesión alcanzaba al menos al 75% de la deuda elegible.

⁶⁶. Ver, por ejemplo, Uruguay (2003) y Argentina (2020).

En caso de que el soberano decida ejecutar el canje –puesto que se encuentra ante un nivel de aceptación $s \geq s_{min}$ – podrá optar por dos tratamientos diferenciales para con los bonistas *holdout*: levantar el *default* pagando las sumas adeudadas e intentar retomar el calendario de pagos pactado originalmente –*p*– o, alternativamente, rehusarse a pagar y esperar, razonablemente, que los bonistas *holdout* litiguen en la corte –*l*–.

El análisis podría complejizarse incrementando las opciones ante el caso de un canje exitoso. Por ejemplo, que el soberano ofrezca un canje más beneficioso a los tenedores que optaron por permanecer fuera del primer canje. Cabe tener en cuenta que ante esta eventualidad la mayoría de las reestructuraciones de deuda incluyen una cláusula de acreedor más favorecido (cláusula RUFO, por su nombre en inglés: *Right Upon Future Offers*), por la cual todos aquellos acreedores que participen del primer canje podrán participar en cualquier nueva oferta que el deudor formule a los *holdouts*.

Evaluación óptima de las estrategias: la lógica de la “inducción hacia atrás”

Habiendo introducido el marco general del juego y las acciones que cada jugador puede llevar a cabo, en este apartado se analiza la forma en la que los jugadores seleccionan, bajo un marco de racionalidad, las estrategias que llevarán a cabo.

Los juegos secuenciales presentan tres características clave que condicionan el accionar de los jugadores e inciden en la manera en la que ponderan el valor relativo de las acciones a disposición (Gibbons, 1992): i) las acciones de los jugadores ocurren en secuencia, ii) las acciones tomadas en etapas previas del juego son observadas antes de llevar a cabo la acción de la etapa actual, y iii) los beneficios derivados de cada secuencia posible de acciones son de conocimiento común para todos los jugadores.

Las nociones de equilibrio en estos tipos de juego son un refinamiento del equilibrio de Nash que consiste en la mejor respuesta a la estrategia del otro jugador, o el mejor par de estrategias que maximiza el pago a ambos jugadores dada la estrategia del otro jugador. En equilibrio ningún jugador tiene incentivos para abandonar cualquier estrategia si el otro jugador no abandona la estrategia que está empleando (Stordeur, 2011). Adicionalmente, en el contexto de juegos secuenciales, bajo el supuesto de jugadores informados y con plena racionalidad, el resultado de equilibrio está asociado a que los jugadores no hagan

caso de amenazas no creíbles, en el sentido de que, llegado el momento de ejecutarlas, el jugador no tenga incentivos a realizarlas.

Se supone que cada jugador es capaz de resolver el problema de decisión que enfrentan los demás en las etapas futuras del juego y por tanto puede discernir las acciones que constituyen la mejor respuesta a la acción de los otros. A este proceso se lo conoce como “inducción hacia atrás”.

En este sentido, el soberano ofrece una quita q teniendo en cuenta el análisis de beneficios que realizan los tenedores cuando deciden, simultáneamente, si aceptan o rechazan la oferta de canje. Al mismo tiempo, los bonistas tomarán en cuenta la acción que realizará el soberano, dado el nivel de adhesión que presente el canje, para con aquellos tenedores que hayan optado por aceptar o rechazar el canje, respectivamente.

El objetivo del soberano es obtener una quita aceptada por un conjunto lo suficientemente grande de bonistas; de manera tal de restablecer la sustentabilidad. Por otra parte, el soberano percibe un costo asociado al nivel de quita exigido a los acreedores que pueden identificarse pérdidas “reputacionales” y un mayor costo de crédito (Bi y otros, 2011). mientras mayor sea la quita ofrecida, mayor será este costo reputacional y más tiempo llevará volver al mercado.

Siguiendo otra línea, Haldane y otros (2003) plantean que las medidas de política económica que típicamente están asociadas a los procesos de reestructuración (reformas estructurales y programas macroeconómicos orientados a equilibrar las cuentas del sector público y/o el sector externo) son llevadas a cabo con mayor “entusiasmo” en caso que el canje implique un elevado nivel de apropiación de los beneficios asociados a dichas políticas. Así, cuanto mayor sea la reducción de la carga de la deuda mayores serán los incentivos del soberano a implementar un programa de política económica compatible con una mayor generación de recursos y, por tanto, una mayor capacidad de repago.

Adicionalmente a estos elementos propios del soberano, la elección de q está influenciada por la reacción de los acreedores ante el nivel de quita ofertado. Como veremos a continuación, el soberano tiene incentivos a señalar, de manera creíble (es decir, generando

compromisos costosos), que luego de conocido el nivel de adhesión a la propuesta, tomará el curso de acción que menores pagos genere para los *holdouts* (Buccheit y Lastra, 2014). Cada tenedor de deuda elegible debe ponderar el beneficio esperado de llevar a cabo las dos acciones posibles a su disposición: aceptar la oferta de canje o rechazarla. Puesto que el beneficio derivado de las mismas en parte responde a lo que hagan los otros jugadores (el resto de los bonistas y el propio soberano en la etapa siguiente), la expectativa de beneficio resultará condicionada por las estrategias que el tenedor espera de parte de los demás participantes del juego.

El tenedor individual decidirá ingresar al canje toda vez que el beneficio esperado de aceptar la propuesta, condicional en las acciones del resto de los bonistas y la acción comprometida por el soberano para la etapa siguiente, resulta superior al beneficio esperado de rechazarla. En términos formales:

$$B_i [a_i / \{e_j\}_{j \neq i}] - B_i [r_i / \{e_j\}_{j \neq i}] \geq 0$$

donde $B_i [a_i / \{e_j\}_{j \neq i}]$ representa el beneficio esperado de aceptar el canje para el jugador i , condicional al set de estrategias de los restantes jugadores j , mientras que $B_i [r_i / \{e_j\}_{j \neq i}]$ representa el beneficio esperado de rechazar la propuesta.

El proceso de toma de decisiones de los tenedores

Los acreedores cuentan con dos opciones posibles:

- la Opción A: aceptar la oferta de canje; o
- la Opción B: rechazarla y litigar.

Podría considerarse también la opción de no ingresar al canje y esperar una oferta mejor, pero en tal caso, el juego se resetea cuando exista una nueva oferta. También podría ocurrir que el tenedor opte por vender sus bonos en el mercado. En este caso esa decisión quedará en cabeza del comprador.

El beneficio esperado de la Opción A, bajo el supuesto que la participación estimada es superior a s_{min} , puede re-expresarse de la siguiente forma:

$$B_i [a_i / \{e_j\}_{j \neq i}] = \sum_{t=0}^T \frac{C_t}{(1+i)^t}$$

donde C_t representa los flujos de pagos del paquete ofrecido. Es decir, bajo la expectativa de un canje exitoso el beneficio de aceptar el mismo es el valor presente de esta nueva promesa de pago futura, descontada a una tasa que contemple el riesgo de que el deudor vuelva a incumplir dicha promesa de pago y el costo de oportunidad del acreedor. Otra forma de expresarlo es considerando el valor de mercado de los bonos a ser entregados en el canje, en la medida en que los acreedores presenten expectativas homogéneas sobre el desarrollo de los *fundamentals* a futuro e idéntico grado de aversión al riesgo. Es decir, en el caso donde no haya discrepancias entre el valor de la tasa de descuento asignada por cada bonista *ex-ante* y la tasa de descuento de mercado *ex post*. En caso contrario, esperaríamos que el valor de aceptar la oferta tuviera cierta heterogeneidad entre los acreedores, sustentada en expectativas y grados de aversión al riesgo disímiles.

Nótese que aceptar la propuesta en el caso en que el nivel de participación sea inferior a s_{min} no genera un beneficio esperado fácilmente cuantificable, toda vez que implica la repetición del juego y por tanto le permite al bonista optar nuevamente por aceptar o rechazar el canje. Lógicamente, cabe suponer que el bonista que aceptó en una etapa anterior debería inclinarse nuevamente por aceptar la propuesta siempre y cuando esta suponga un valor igual o mayor que la anterior. También podría ocurrir que, bajo la propuesta, el bonista que entró al canje no pueda retirar su oferta aunque no se hubiera alcanzado s_{min} . En tal caso, él ya no participa del juego y el resultado de su participación quedará pendiente de la resolución de la negociación entre el soberano y los demás bonistas. Claramente, una propuesta que no contemple derecho de reversión de la oferta presentada hasta cierto período de tiempo del proceso de canje resultará menos tentadora que una que sí lo contemple, generando desincentivos a participar en una primera instancia. Por su parte, el beneficio esperado de la Opción B, es decir, de rechazar la propuesta resulta fuertemente influenciado por la acción subsiguiente del soberano y que combina diversos eventos a partir de su probabilidad de ocurrencia:

- i. La mejor alternativa para el *holdout*: un alto nivel de aceptación y un alto costo de litigio para el soberano que lo lleva a levantar el *default* y pagar los bonos no canjeados en los términos contractuales originales (la acción p);

- ii. un bajo nivel de aceptación producto de una quita incompatible con el nivel percibido de solvencia en el soberano que desencadena una nueva oferta de canje más “generosa” y la repetición del juego; y
- iii. un nivel de aceptación superior a s_{min} y bajos costos de litigio que llevan al soberano a mantener el *default*, forzando a los acreedores a litigar.

A partir de lo anterior, puede observarse que en la medida que el primer escenario presente un elevado nivel de probabilidad (subjetiva, desde la óptica de los acreedores), esto condicionará la posibilidad de que un agente acepte el canje dado que elevará fuertemente el beneficio asociado a rechazar la oferta. En el extremo, si los acreedores consideran que aquellos que opten rechazar la propuesta recibirán el pago pleno de sus acreencias, la única oferta factible de ser aceptada será una que contemple una quita nula. Caso contrario, todos los acreedores tendrán incentivos a rechazar la propuesta bajo la creencia de que al ser aceptada por el resto ellos podrán cobrar los bonos originales.

Sabiendo esto, el soberano tiene incentivos a generar compromisos que señalen, de forma creíble, que en caso de rechazar la propuesta la alternativa que los bonos sean pagados voluntariamente tendrá una probabilidad nula de ocurrencia o, alternativamente, que los beneficios que esto genere serán extendidos a aquellos tenedores que ingresaron al canje (Buchheit y Daly, 2014). Supondremos que el soberano hace uso de una herramienta semejante a esta para señalar su compromiso de litigar ante los *holdouts* en caso que se alcance el umbral de participación deseado. Un ejemplo de una amenaza creíble fue la Ley Cerrojo. Esta ley establecía el compromiso de Argentina con los tenedores que entraron al canje 2005 de que no se reabría ese canje para los tenedores *holdouts* sin la previa autorización del Congreso. Paradójicamente, el hecho de haber mantenido esta ley en vigencia durante varios años fue un pilar esencial de las decisiones en contra de Argentina en la causa *pari passu*.

De esta forma, bajo el supuesto de que el bonista espera que se alcance una participación superior a s_{min} , el beneficio esperado asociado a la Opción B de rechazar la oferta de canje puede expresarse también así:

$$B_i [r_i / \{e_j\}_{j \neq i}] = E_t \left\{ \left(\frac{M}{(1+i)^T} \right) \middle| \Omega_t \right\} - \sum_{t=0}^T \frac{CL_t}{(1+i)^t}$$

donde el valor la Opción B dependerá de dos grandes factores:

1) $E_t \left\{ \left(\frac{M}{(1+i)^T} \right) \middle| \Omega_t \right\}$:

la expectativa de cobro de un monto (M) producto de una sentencia favorable, descontado apropiadamente por tratarse de un flujo futuro. Tanto el valor esperado del monto como la fecha T de cobro del mismo resulta condicional al conjunto de información (Ω_t) que poseen los acreedores en el momento t en que valúan ambas opciones. Diremos que este conjunto de información incorpora el análisis de la legislación aplicable, la jurisprudencia relevante para las estrategias judiciales a desarrollar, entre otros elementos que influyen en la probabilidad de éxito del litigio y de la acción de ejecución de activos del soberano; y

2) $\sum_{t=0}^T \frac{CL_t}{(1+i)^t}$:

los costos asociados al desarrollo de un litigio (CL), considerando que estos aumentan conforme se prolonga el mismo, también descontados a una tasa que refleje el costo de oportunidad de esos recursos por parte del acreedor. Presumiblemente estos costos no sean equivalentes para todos los tenedores, pudiendo identificarse un continuo de casos de tenedores yendo desde aquellos con menores costos de litigio (e.g. los fondos buitres que hacen de esta estrategia su esquema de negocios habitual) a aquellos con los mayores costos de litigio (e.g. tenedores minoristas).

Es decir, en la Opción B la apuesta del tenedor queda reducida a iniciar la acción judicial, obtener una sentencia favorable y posteriormente lograr ejecutar dicha sentencia contra activos del deudor que sean susceptibles de ser ejecutados, en el contexto de un marco normativo que resulta, en principio, protectorio de los activos del deudor.

Cabe notar que la estrategia judicial parte de suponer el tenedor podrá en algún momento cobrar la totalidad de su crédito, sin perjuicio de que reconoce la existencia de costos asociados al desarrollo de ese proceso judicial. Estos costos pueden ser de varios tipos: por un lado, deberán considerarse los costos legales, es decir, el gasto de abogados en que

deberán incurrir los demandantes durante todo el proceso. Eventualmente, para alcanzar con éxito la ejecución de una sentencia a favor deban también incurrir en otros gastos incidentales vinculados al proceso de detección de activos susceptibles de ser ejecutados (*discovery*). También costos vinculados a acciones de *lobby* tendientes a ejercer presiones políticas contra el gobierno del estado deudor.⁶⁷

Cabe recordar que Schumacher y otros (2015) destacan que cuando un inversor profesional puede financiar a bajo costo una estrategia litigiosa –contar con fondos baratos para comprar deuda en default barata y financiar los juicios- las chances de que estos juicios ocurran son más altas. Las economías de escala también juegan un rol preponderante, en tanto gran parte de los costos judiciales son fijos.

Otro costo relevante es el tiempo que demandará obtener una sentencia y, sobre todo, ejecutarla exitosamente. Resulta útil re-expresar el primer término de la fórmula anterior de la siguiente manera:

$$E_t \left\{ \left(\frac{M}{(1+i)^T} \right) \middle| \Omega_t \right\} = p_{T-j}(\text{sentencia}) \times p_T(\text{ejecución}) \times \frac{M^e}{(1+i)^T}$$

en donde podemos observar que, en definitiva, la esperanza de obtener un monto compensatorio por los pagos no realizados del bono en *default*, puede descomponerse como el producto de dos probabilidades independientes que afectan el flujo de cobro esperado: la probabilidad de obtener una sentencia favorable (en algún momento T-j que también está sujeto a incertidumbre)⁶⁸ y la probabilidad de ejecutarla con éxito contra activos del deudor en el momento T que es aquel donde el *holdout* podrá hacerse del monto compensatorio reclamado.

Como se explicó en el Capítulo I, la experiencia de los litigios soberanos surge que la probabilidad de obtener una sentencia favorable en una jurisdicción como la de Nueva York

⁶⁷. La historia del default argentino de 2001 y la saga judicial subsiguiente está plagada de ejemplos de acciones tomadas por los demandantes en pos de lograr un incremento del riesgo reputacional de estar en *default* para Argentina.

⁶⁸. En rigor de verdad los tenedores no buscan obtener un “*summary judgement*” rápidamente. No porque no se pueda, sino porque no les resulta conveniente. Resulta mejor tener un valor de reclamo reconocido, pero sin sentencia, ya que el mismo se ajusta a una tasa de interés más alta.

es muy alta, cercana a 1; mientras que la probabilidad de ejecutarla es más bien baja.⁶⁹ La probabilidad de obtener una sentencia favorable resulta muy alta porque los soberanos que emiten deuda externa comúnmente renuncian a la inmunidad de jurisdicción y porque las defensas que en otros momentos estuvieron disponibles para los soberanos (como la defensa de *comity* o cortesía internacional y de la doctrina de los actos de estado –“*Act-of-State*” defense–) fueron dejadas de lado por las cortes. Sin embargo, la probabilidad de ejecutar esas sentencias es relativamente baja porque los soberanos no renuncian a la inmunidad de ejecución consagrada por la Ley de Inmunidades Soberanas, y consecuentemente las protecciones que brinda dicho marco normativo a los activos del soberano siguen resultando aplicables. Bajo la Ley de Inmunidades Soberanas, básicamente son ejecutables exclusivamente aquellos activos destinados a una actividad comercial que estén ubicados en los Estados Unidos; bajo el estándar jurisprudencial fijado en *Weltover* y varios otros casos repasados en el Capítulo I.

Habiendo llegado a este punto queda claro entonces que la estrategia del deudor estará dada por plantear una oferta de quita que, combinada con una cantidad de herramientas adicionales que generen incentivos positivos y negativos, permita maximizar la probabilidad de alcanzar una participación superior a s_{min} y obtener una carga de deuda sustentable. Con respecto a la sustentabilidad, el objetivo del soberano estará dado por obtener una reducción compatible con una trayectoria de deuda sustentable a futuro. Al ser la sustentabilidad un concepto inherentemente referido al futuro, el mismo está sujeto a una fuerte incertidumbre, y por lo tanto el soberano solo puede aspirar a formarse una opinión sobre la probabilidad bajo la cual la deuda continuará siendo sustentable de cara a un horizonte futuro.

En resumen, el fundamento de la conducta del tenedor *holdin* estará dado por la convicción de que se requiere de su parte algún esfuerzo para permitir que el deudor recupere la normalidad financiera y pueda realizar pagos para devolver, aunque sea, alguna porción de lo prometido.

⁶⁹. Schumacher y otros (2014) denominan a la etapa actual de los litigios en torno a los *defaults* soberanos como una etapa concentrada en la “caza de los activos”; mientras que Blackman y Mukhi (2010) la denominan “Fase III: Litigios de ejecución”.

El fundamento para ir por la estrategia de rechazar el canje está basado en una actitud no cooperativa, a partir de la cual, el tenedor *holdout* aprovecha estratégicamente las ventajas de no hacer ese esfuerzo de aceptar la quita, sobre la base de que una gran masa de tenedores sí lo haga. Sus expectativas de cobro estarán basadas en la posibilidad de seguir cobrando en condiciones originales, en el caso de que se alcance un nivel de adhesión alto y esto sea la mejor opción para el soberano o en la probabilidad de alcanzar un resultado exitoso por la vía judicial.

Por último, otro argumento para explicar la conducta *holdout* es a partir de entender que el accionar judicial que estos puedan llevar adelante generará un incremento de costos en el acceso a nuevo financiamiento por parte del deudor, lo que incentivaría a este a resolver el conflicto.⁷⁰

En resumen, el comportamiento *holdout* se basa en una expectativa de cobro de la promesa de pago representada por el título en *default* pero que se puede ver seriamente descontado, en comparación a la opción del canje, por un conjunto de factores: el paso del tiempo asociado al proceso judicial (¿qué tan lejos está T?), por los gastos asociados al proceso litigioso y, sobre todo, por la baja probabilidad de ejecución de la sentencia.

Este análisis resulta sumamente subjetivo, ya que dependerá de cada tenedor determinar realmente cuál es la expectativa de cobro de una sentencia favorable. Por ello es que en esta parte del análisis se vuelve relevante la conducta esperada de cada acreedor. Y lo que la realidad judicial muestra es que la vía litigiosa es un camino verdaderamente disponible para aquellos tenedores que cuentan con la capacidad de financiar la estrategia durante un período de tiempo que puede medirse en años y que tengan la posibilidad de aprovechar las economías de escala que les permitan bajar los costos operativos por unidad de deuda en litigio. Es decir, los llamados fondos buitres. Estos tenedores se especializan en este tipo de actividad, compran la deuda con grandes descuentos, acumulan grandes tenencias que les permiten reducir la incidencia de los costos fijos asociados a los gastos legales, cuentan con la capacidad financiera suficiente como para estar litigando durante años y cuentan con

⁷⁰. Ver, por ejemplo, Schumacher y otros (2014).

recursos suficientes como para acompañar esa estrategia judicial con una fuerte estrategia de lobby y de presión política.

Los incentivos de los acreedores en el marco de la decisión *pari passu*

El proceso de toma de decisiones explicado anteriormente puede verse alterado por los desarrollos judiciales que se han dado en los tribunales federales de Nueva York en torno a la interpretación de la cláusula *pari passu*.

Seguidamente se propone un resumen de esta causa judicial para entender cabalmente su relevancia en futuros procesos de reestructuración.

La llamada causa *pari passu*

Los bonos objeto de la demanda iniciada por NML y otros demandantes⁷¹ contra la Argentina fueron emitidos en el marco de un Contrato de Agencia Fiscal de 1994 (FAA) que incluye la cláusula que a continuación se transcribe: “Los Títulos constituirán [...] obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas ni subordinadas de la República y se ordenarán en todo momento de forma *pari passu* sin preferencia entre ellas. *Las obligaciones de pago de la República bajo los Títulos deben en todo momento ordenarse al menos de forma igualitaria con toda otro Endeudamiento Externo presente y futuro no garantizado ni subordinado.*”⁷²

Lo destacado en cursiva es lo que los tribunales intervinientes llamaron “Previsión de Trato Igualitario”, sobre la que se centra todo el debate en la causa. Para ponerlo en términos sencillos, Argentina sostuvo siempre que esta oración suponía exclusivamente poner a los tenedores en un pie de igualdad de *ranking*; mientras que NML alegó y convenció, tanto a la corte de distrito como a la Cámara de Apelaciones, que la Previsión de Trato Igualitario supone mantener a todos los acreedores no garantizados ni subordinados en un pie de igualdad, tanto de *ranking* como de pago. Y a partir de ello, alegó exitosamente que cuando

⁷¹. Llamaremos “causa *pari passu*” al incidente iniciado por NML y otros tenedores identificado como “NML Capital, Ltd v. Republic of Argentina” (12-105(L)). Abarca los siguientes expedientes que tramitaron ante la Corte de Distrito del juez Griesa: 12-105(L), 12-109 (CON), 12-111 (CON), 12-157 (CON), 12-158 (CON), 12-163 (CON), 12-164 (CON), 12-170 (CON), 12-176 (CON), 12-185 (CON), 12-189 (CON), 12-214 (CON), 12-909 (CON), 12-914 (CON), 12-916 (CON), 12-919 (CON), 12-920 (CON), 12-923 (CON), 12-924 (CON), 12-926 (CON), 12-939 (CON), 12-943 (CON), 12-951 (CON), 12-968 (CON), 12-971 (CON), 12-4694 (CON), 12-4829 (CON), 12-4865 (CON).

⁷². Traducción propia. El destacado me pertenece.

Argentina pagaba servicios de la deuda reestructurada y no pagaba la deuda objeto de las demandas judiciales, estaba violando la cláusula. Los tribunales intervinientes sostuvieron esta posición teniendo en consideración además otras decisiones de política tomadas por Argentina que compusieron una situación fáctica constituyente de una violación de esta cláusula. Para demostrar la existencia de un trato discriminatorio, NML se concentró además en el dictado de las Leyes Nº26.017 (conocida comúnmente como “Ley Cerrojo”) y 26.547 (suspensión temporal de la Ley Cerrojo para la ejecución del canje 2010), argumentando que la Argentina emitió bonos de rango superior en tanto que quienes participaron de las operaciones de canje siguieron recibiendo el pago de los servicios de los nuevos bonos, mientras que los demandantes no recibieron pago alguno desde diciembre de 2001.

Sobre esta base, los tribunales dictaron una medida cautelar específica, la “orden *pari passu*”, estableciendo que:

- (i) cada vez que Argentina realizara un pago a los tenedores de títulos, debería hacerse en simultáneo un pago a pro rata (“*ratable payment*”) a NML –definido como el monto total de su tenencia multiplicado por el “porcentaje de pago” (“*payment percentage*”), que correspondía al monto que la Argentina pagaba a los tenedores de la deuda reestructurada, dividido por el monto total del principal y/o intereses adeudados a los tenedores al momento de efectuar dichos pagos.
- (ii) la República debía notificar a todas las partes involucradas directa o indirectamente en la preparación, procesamiento o facilitación de los pagos a los bonistas.
- (iii) NML tendría derecho a un *discovery* tendiente a comprobar la veracidad de las fechas y montos de pago.
- (iv) la Argentina no podría evadir las directivas de la orden, incluyendo alterar o enmendar el proceso o los mecanismos de transferencia específicos mediante los cuales se realizan los pagos en cuestión, sin previa autorización de la Corte.⁷³

⁷³. Ver orden de la Corte de Distrito de fecha 23 de febrero de 2012.

Esta orden fue apelada en sucesivas instancias por parte de Argentina, llegando incluso hasta la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos; pero finalmente la orden quedó firme en junio de 2014 en una sentencia de la Cámara de Apelaciones en la que Argentina fue calificada de “deudor recalcitrante”; lo que llevó a un default en su deuda reestructurada.

En ese momento muchos otros gobiernos, académicos y entidades apoyaron la posición del país, destacando el impacto negativo que una decisión judicial de este tipo podría acarrear en futuros procesos de reestructuración, en los que tenedores no colaborativos pudieran afectar el flujo de pago de la deuda ya reestructurada. Estas potenciales consecuencias sistémicas fueron reflejadas por ejemplo en presentaciones del gobierno de los Estados Unidos y la Clearing House Association.⁷⁴ También en otras instancias del proceso se presentaron como *amicus curiae* Euroclear, la American Bankers Association, la Clearing House Association, la ex First Deputy Manager del FMI, Anne Krueger; países como Francia⁷⁵ y Brasil⁷⁶, entre otros. También el FMI⁷⁷ y varios académicos destacaron este posible impacto sistémico en los procesos de reestructuración de deuda⁷⁸.

Sin perjuicio de ello, lo cierto es que, con posterioridad a la resolución de los juicios con los *holdouts* de abril de 2016; la justicia de Estados Unidos resolvió otras dos causas, en las que dejó de lado la interpretación amplia de la cláusula *pari passu*. tal como se explicó en el Capítulo I.

Repetición del juego teniendo en consideración la causa pari passu

Las consecuencias de esta causa han resultado muy dañinas para Argentina y para los tenedores de la deuda reestructurada. En ese momento se temió también por el potencial impacto sistémico de una decisión de este tipo podía tener en futuros procesos de

⁷⁴. Ver escrito como *amicus curiae* del gobierno de los Estados Unidos y de la Clearing House Association de fecha 4 de abril de 2012.

⁷⁵. Presentación de Francia como *amicus curiae* ante la Corte Suprema de los Estados Unidos de fecha 24 de marzo de 2014, página 5.

⁷⁶. Presentación de Brasil como *amicus curiae* ante la Corte Suprema de los Estados Unidos de fecha 24 de marzo de 2014, página 16.

⁷⁷. FMI (2014).

⁷⁸. Por ejemplo, Tsang (2015).

reestructuración; sin embargo, dadas las decisiones de los casos White Hawthorne, LLC v. Republic of Argentina y Ajdler v. Province of Mendoza, este riesgo se disipó.

Sin perjuicio de ello, resulta interesante modelar el impacto que esta decisión judicial pudo llegar a tener en futuros procesos de reestructuración que presente características similares a las observadas en el caso de Argentina.

Tomando los supuestos planteados en el ejercicio original (existencia de default, necesidad de acceder a mercados internacionales por parte del deudor, atomicidad de acreedores, bonos emitidos bajo ley y jurisdicción de Nueva York⁷⁹) se agrega el hecho por estamos frente a un “deudor recalcitrante”, en los términos de la decisión judicial de la Cámara de Apelaciones en la causa *pari passu*.

El tenedor enfrentará una vez más la opción de participar en la reestructuración o litigar; sin embargo, el antecedente jurisprudencial altera los elementos que deberá considerar en su análisis y agrega una “externalidad” que vincula el accionar de los *holdouts* con el valor que reciben los tenedores *holdins* que deciden participar positivamente del proceso de reestructuración.

La “Opción B” (opción judicial) puede seguir expresándose de la misma forma:

$$\text{Opción B} = E_t \left\{ \left(\frac{M}{(1+i)^T} \right) \middle| \Omega_t \right\} - \sum_{t=0}^T \frac{CL_t}{(1+i)^t}$$

Sin embargo, el contexto de dicho análisis (expresado por el *stock* de información Ω_t) ha cambiado sustancialmente. El término que expresa la esperanza del monto por cobrar que lo re-expresamos como la probabilidad de obtener una sentencia favorable por la probabilidad de ejecutarla adquiere mucho más valor. Por un lado, el supuesto de que la probabilidad de ejecución resulta muy baja cambió drásticamente, ya que la acción de *pari passu* se transformó en una herramienta mucho más efectiva que todas las medidas de ejecución de activos que se pudieran haber pergeñado anteriormente. Al mismo tiempo, el antecedente del caso de Argentina conlleva que los tiempos de litigio se reduzcan

⁷⁹, Cabe tener presente que esta interpretación de la cláusula *pari passu* no es pacíficamente aceptada en otras jurisdicciones. Por ejemplo, no es la que aplicarían las cortes británicas. Ver, por ejemplo, Financial Markets Law Committee (2015) y FMI (2014).

sensiblemente, producto de los costos “de descubrimiento” que pagó NML. De esta forma, es de esperar que el tiempo de cobro percibido, expresado por T, también se reduzca:

$$\uparrow E_t \left\{ \left(\frac{M}{(1+i)^T} \right) \middle| \Omega_t \right\} = p_{T-j}(\text{sentencia}) \times \uparrow p_T(\text{ejecución}) \times \frac{M^e}{(1+i)^{T\downarrow}}$$

Si la probabilidad de ejecución se vuelve mucho más cercana a 1 y, se reducen los tiempos de litigio, entonces, esta “Opción B” se vuelve mucho más valorada, incrementándose drásticamente la percepción de éxito de la estrategia y su retorno comparativo con la “Opción A”.

Pero además esta decisión judicial no solo le imprime mucho más valor a la “Opción B”, sino que también impacta fuertemente en la estimación del valor de la “Opción A” (aceptar la oferta y participar del canje). Ahora, el tenedor deberá considerar que un tribunal entendió que un deudor que actúa de forma recalcitrante (no paga la deuda reestructurada, toma medidas legales en contra de la misma y formula declaraciones agresivas hacia los *holdouts*) está violando la cláusula *pari passu* de dichos bonos y ello podría justificar el dictado de una orden procesal que pueda poner en riesgo los flujos destinados a aquel que opte por ingresar al canje (por la “Opción A”). De esta forma, podríamos re-exresar la “Opción A” de la siguiente manera:

$$\text{Opción A} = \sum_{t=0}^T \frac{C_t}{(1+i)^t} \times [1 - p_H(\text{sentencia}) \times p_s(\text{no pago})]$$

Es decir, ahora el valor esperado de la opción estará determinado, no solo por el valor presente de los flujos de pagos futuros correspondientes a los bonos que sean entregados en el canje, sino también por la probabilidad conjunta de que los demandantes obtengan órdenes *pari passu* al estilo de la dictada en el caso de Argentina ($p_H(\text{sentencia})$) y que el deudor soberano no pague esas sentencias ($p_s(\text{no pago})$), ya sea por restricciones contractuales (ej, cláusula RUFO), incapacidad de pago, o falta de voluntad.

En tal caso, la probabilidad de que muchos tenedores opten por la opción judicial debería tender a aumentar pues, como vimos, esto incrementa fuertemente el valor de la Opción B. Al mismo tiempo, si la masa de tenedores que se vuelca hacia la Opción B es lo suficientemente alta como para que el deudor no pueda afrontar dicha deuda sin poner en riesgo su sustentabilidad o, alternativamente, partiendo de una situación de insolvencia,

que no pueda realinear la carga de su deuda con su capacidad de pago, entonces el valor de la “Opción A” tenderá a cero.

En resumen, bajo estos nuevos supuestos la Opción B se transforma en la estrategia dominante para los acreedores de un soberano en *default*. La dominancia de la Opción B generará en tales casos un resultado ineficiente para todas las partes, en tanto el deudor no podrá readecuar su deuda y los tenedores no podrán cobrar sus créditos, ya que al fracasar la reestructuración no habría un flujo de pagos de la deuda reestructurada contra el cual hacer valer una orden de *pari passu*.

De esta manera, esta decisión judicial podría convertir este juego en un típico caso de dilema del prisionero, donde el equilibrio alcanzado está en las antípodas del resultado social óptimo. Al no optar por la reestructuración, volcándose masivamente a la vía judicial, el soberano no puede solucionar su problema de solvencia, y ninguno de los acreedores puede ejecutar sus sentencias, dado que no hay flujos de pago que se puedan bloquear. En este sentido, ingresamos a un equilibrio donde ningún agente realiza beneficio alguno: el soberano continúa en *default* y los acreedores no recuperan su inversión.

Cabe aclarar que este es un ejercicio meramente teórico, dado que la decisión final de la justicia estadounidense respecto a la interpretación de la cláusula *pari passu* terminó siendo la que responde a la interpretación general dada por la doctrina y otros fueros: no supone una equiparación en los pagos.

¿Las CAC’s solucionan el problema?

Dejando de lado la incidencia de la cuestión *pari passu* que perdió relevancia a partir de las últimas decisiones judiciales, cabe ahora analizar la relevancia que tienen las cláusulas de acción colectiva para actuar como mecanismo ordenador de la conducta *holdout*.

Uno de los supuestos del ejercicio es que los bonos en *default* no tienen cláusulas de acción colectiva; es decir que para su enmienda resultaría necesaria la voluntad unánime de todos los tenedores. Por lo cual, el único camino disponible para la reestructuración resulta ser el canje de títulos. En caso de levantar este supuesto y considerar que los bonos cuentan con CAC’s, la posición del tenedor *holdout* puede verse bajo riesgo, en tanto si la propuesta de reestructuración que formule el soberano cuenta con el apoyo de las mayorías requeridas

por dichas cláusulas, aquel se verá atado a esa voluntad, siendo “arrastrado” a la opción A, de reestructuración.

Bajo una mirada tradicional del uso que el deudor puede hacer de estas cláusulas, es claro que el potencial *holdout* cuenta con la posibilidad de bloquear el uso de las CAC's, básicamente haciéndose de una tenencia que impida que la cláusula se gatille: por ejemplo, si las CAC's prevén un umbral de tenedores que representen, por lo menos, el 75% del capital del bono, el potencial *holdout* solo debería contar con algo más del 25% para llevar a cabo su estrategia con independencia. En esta situación, el ejercicio resultaría exactamente igual al formulado originalmente, aun con la existencia de CAC's. Es decir, el canje podría llevarse adelante, pero no tendrá ningún efecto sobre aquellos tenedores que no deseen participar y estos conservarán la opción de la acción judicial.

Tal como se explicó en el Capítulo I, los bonos también podrían contar con cláusulas de agregación, mediante las cuales se logra imponer la voluntad de una mayoría, no ya de un bono en particular, sino de un conjunto de bonos emitidos bajo un mismo contrato marco o de grupos de bonos designados al efecto. Si bien dependerá del texto contractual en cada caso, siguiendo los modelos de cláusulas propuestos por ICMA (2014), se presentan dos opciones:

- (i) cláusulas de doble umbral: una mayoría para cada título en particular y una mayoría agregada para todo el conjunto de bonos considerados; y
- (ii) cláusulas de umbral único agregado para todos los títulos; debiendo en este caso cumplir con la condición de aplicación uniforme.

Desde la mirada de los acreedores, en el primer caso, aquél que desee bloquear la aplicación de las cláusulas de agregación le bastará contar con una tenencia que permita bloquear su serie (considerando el ejemplo anterior, debería detentar bonos que representen más del 25% de su serie). Si alcanza dicha tenencia podrá evitar la aplicación de las cláusulas de agregación en su serie. En la redacción de las CACs planteadas por ICMA (2014), el bloqueo en una de las series del grupo suponía el impedimento para perfeccionar el arrastre propio de las CACs para todas las series del grupo. Sin embargo, como se explicará más adelante, en las experiencias de aplicación práctica de estas cláusulas en los casos de Argentina (2020)

y Ecuador (2020) los emisores recurrieron a la figura de la redesignación, como un mecanismo para modificar *ex post* las series agrupadas a los fines del cálculo de las mayorías.

El segundo esquema, el esquema de la única mayoría agregada, exige una tenencia mucho más relevante para poder bloquear la aplicación de las cláusulas. Suponiendo que la mayoría agregada, como propuso ICMA, sea el 75% del capital agregado de todas las series sujetas a reestructuración, el potencial *holdout* debería detentar una tenencia mayor al 25% del monto total de deuda sujeta a reestructuración. La relevancia de este umbral estará dada por los montos de deuda que estos representen de forma agregada, por lo que el umbral resultará sustancialmente superior al que suponen las mayorías de una sola serie. Es decir, las probabilidades de bloqueo dependerán de lograr reunir mayorías más relevantes.

En la **Tabla 8** se plantea un ejercicio que puede resultar gráfico para entender la relevancia que tienen las mayorías y los montos en juego en cada caso.

Tabla 8: Ejemplo de mayorías exigidas para bloquear la aplicación de CAC's y cláusulas de agregación (bajo la visión del tenedor)

Deuda sujeta a reestructuración	Bono A (en mill. de U\$S)	Bono B (en mill. de U\$S)	Bono C (en mill. de U\$S)
Monto de deuda emitida	1000	1500	2000
	Tenencia "umbral" de bloqueo		
CAC (75%)	250	375	500
Cláusulas de agregación con doble umbral (66 ^{2/3} % agregado y 50% por serie)	1498,5		
	500	750	1000
Cláusulas de agregación con umbral agregado único (75%)	1125		

Fuente: elaboración propia.

Este ejemplo supone una reestructuración que abarca tres títulos de deuda emitidos bajo un mismo programa. El total de deuda sujeta a reestructuración alcanza la suma de U\$S 4.500 millones y se muestran, desde la visión de los tenedores, las tenencias mínimas que permitirían al potencial tenedor *holdout* bloquear las acciones colectivas y conservar su derecho a demandar judicialmente. En rigor de verdad, en todos los casos, los tenedores deberían tener al menos 1 dólar más de las tenencias que allí se expresan.

En tal sentido, si los bonos incorporaran CAC's exclusivamente o, incorporando cláusulas de agregación el emisor decidiera no usarlas, entonces un tenedor del Bono A deberá detentar una tenencia superior a U\$S 250 millones, uno que posea el Bono B, U\$S 375 millones y uno del Bono C, U\$S 500 millones. Si se aplicaran cláusulas de agregación con doble umbral, cada uno de estos tenedores necesitaría tenencias superiores a U\$S 500 millones, U\$S 750 millones y U\$S 1.000 millones, respectivamente, para bloquear sus series individuales; o bien que conjuntamente U\$S 1498,5 M de los tres bonos. Por último, si el programa incluyera cláusulas de agregación de umbral agregado único, el tenedor que pretenda actuar como *holdout* deberá tener bonos por más de U\$S 1.125 millones, distribuidos indistintamente en cualquiera de las tres series.

Es decir que en la estrategia de *holdout* individual, las exigencias en términos de montos de tenencias para el bloqueo se van incrementando con cada modelo contractual. La cláusula de agregación de umbral agregado único supone en el ejemplo el umbral de bloqueo más alto; una vez más, recordando que esta era la interpretación clásica de las cláusulas de agregación de doble umbral -el bloqueo de uno de los bonos se impide la ejecución de todas las series-. De hecho, podría suceder que ningún tenedor del Bono A participe de la reestructuración y que de todas formas este bono sea arrastrado por la misma.⁸⁰

La conclusión de este ejercicio es que las cláusulas de mayoría resultan útiles para desincentivar el comportamiento *holdout* y que, dentro del menú de opciones, está claro que las de agregación de umbral único son las que más elevada ubican la vara para el

⁸⁰. Suponiendo que se alcanzara un nivel de adhesión del 96,4% en los Bonos B y C, el nivel de adhesión agregado para todo el universo de deuda sería del 75%, por lo tanto, se hubieran alcanzado las mayorías que permitirían imponer la solución a todos los tenedores; incluyendo al 100% de los tenedores del Bono A que no participan de la oferta.

comportamiento *holdout*. Otra característica que se presenta en este juego es que a los fines de lograr el bloqueo de la transacción la coordinación entre acreedores reacios a aceptar la oferta puede resultar central, ya que la unión de las tenencias puede facilitar ese proceso.

Es decir que, también dentro del grupo de acreedores *holdouts* es deseable la acción coordinada bajo una estrategia común, frente al deudor y a los acreedores dispuestos a aceptar la propuesta. Adicionalmente, en la medida en que las ganancias derivadas de la estrategia de *holdout* sean más elevadas (un mayor valor presente de la opción B) producto de, por ejemplo, una jurisprudencia como la causa *pari passu*, los incentivos a incurrir en estrategias de coordinación dentro de este grupo serán más elevados.

En definitiva, el uso de cláusulas de acción colectiva y de agregación claramente desincentiva el comportamiento *holdout* y, de hecho, para esa finalidad fueron desarrolladas. Sin embargo, la posibilidad de que un tenedor pueda bloquear su aplicación dependerá del umbral (porcentaje de capital requerido)⁸¹ del monto de deuda sujeto a reestructuración, y también de la posibilidad de coordinación que pueda existir entre varios tenedores potencialmente *holdouts*.

Sin perjuicio de ello, más adelante se abordará este análisis nuevamente considerando el particular uso que Argentina (2020) y Ecuador (2020) han hecho de las CACs, a partir de las figuras de la redesignación y el “*pac-man*”.

Impacto del uso de las CAC en el canje de Argentina (2020)

La mirada realizada en el apartado anterior se hizo sobre el entendimiento comúnmente aceptado de que, bajo el modelo de CACs de doble umbral, el bloqueo de una serie suponía impedir que se gatillen estas cláusulas en toda la deuda agrupada para la reestructuración. Sin embargo, aquí se explicará el particular uso de estas cláusulas que hicieron Argentina (2020) a partir de la llamada “redesignación”.

⁸¹. Si bien el modelo de ICMA (2014) supone una fuerte flexibilización de las mayorías exigidas en los *indentures* vigentes con anterioridad, existe aún gran cantidad de deuda emitida con súper mayorías más elevadas.

El diseño contractual de la reestructuración de Argentina (2020) resultó ser un eje central de la propuesta, tanto por lo innovador como por las discusiones que se generaron en torno al uso de las cláusulas de agregación previstas en el *Indenture* 2016.

Cabe recordar que este canje incluía tanto deuda emitida bajo el *Indenture* de 2005 como del *Indenture* de 2016. Los bonos emitidos en el marco del primero incluían cláusulas de mayoría “pre ICMA 2014”. Estas cláusulas permiten agregar series de bonos pero siempre cumpliendo con la exigencia del doble umbral; es decir, alcanzando una mayoría para cada serie individual, así como una mayoría agregada y con mayorías más altas (voto afirmativo de tenedores que representen el 85% del capital pendiente de pago de todas las series agregadas (umbral agregado) y el voto afirmativo del 66^{2/3}% de cada una de las series elegibles a la reestructuración (umbral individual)).⁸²

El *Indenture* 2016 ya incluía las innovaciones previstas por ICMA (2014); es decir, además de la opción de doble umbral con porcentajes reducidos (66^{2/3}% en la mayoría agregada y 50% en la mayoría para cada serie), preveía la opción de umbral único del 75% de la deuda agregada con la condición de aplicación uniforme que se explicara en el Capítulo I.

Sin embargo, tal como lo explican de la Cruz y Lagos (2020), Argentina no utilizó la opción del umbral único; sino que optó por usar en ambos grupos de deuda el sistema de doble umbral. Las innovaciones de esta transacción fueron la “redesignación”, el “*pac-man*” y el trato diferencial a los tenedores “arrastrados” por las CACs.

Redesignación

De acuerdo con el modelo de cláusulas propuesto por ICMA 2014, el soberano tiene discrecionalidad para definir el método de modificación (doble umbral o umbral único con condición de aplicación uniforme) y la agrupación de los bonos en diferentes grupos; pero una vez que los acreedores manifiestan su voluntad de participar o no, el método y el armado de los grupos son definitivos. Es decir, el soberano no los puede manipular sobre la base de los resultados obtenidos. Esto es bastante intuitivo, ya que el “contrato” entre las partes se estructura como una invitación unilateral de una de ellas (el soberano) frente a la cual la otra (los tenedores) tiene solo una opción de “tómalo a déjalo”. La finalidad de esta

⁸². Ver Suplemento de Prospecto de Argentina. Disponible en http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000090342310000252/roa-424b5_0428.htm.

restricción es brindar a los tenedores cierto nivel de predictibilidad y transparencia en relación al proceso de reestructuración y sus posibles resultados (Clark y Lyrtzakakis, 2020). En el caso de la oferta de Argentina, el *Indenture* 2005 nada decía respecto a la posibilidad de re-designar los grupos luego de expresado el consentimiento de los tenedores y el *Indenture* 2016 lo prohibía explícitamente. Sin embargo, Argentina dispuso en su oferta un consentimiento de salida que, cuando los tenedores de deuda bajo este segundo contrato participaban del canje, estaban también brindando el consentimiento para re-designar los grupos de bonos considerados para la agregación, previendo que la misma podía realizarse en “cualquier momento, aún después del período del plazo para que el tenedor participe de la oferta”.⁸³

Este es un típico uso de los consentimientos de salida explicados en la sección de zanahorias y garrotes del Capítulo II. La prohibición de re-designación incluida en el *Indenture* 2016 era considerada una “materia no reservada”, con lo cual, su no aplicación podía ser consentida por tenedores que tuvieran más del 50% del capital elegible y no la mayoría calificada que se necesita para las materias reservadas (Buchheit y Gulati, 2020). Es decir que, este *exit consent* buscado entre los tenedores de deuda bajo el *Indenture* 2016 era algo relativamente sencillo de lograr para el deudor.

A través de la re-designación, el emisor cuenta con la flexibilidad de rearmar las canastas de bonos elegibles de la manera que le permita hacer más eficiente las mayorías obtenidas a los fines de alcanzar los umbrales que permiten activar las CACs. En ese sentido, si, por ejemplo, la propuesta no alcanza niveles de aceptación suficientes en un bono en particular, pero sí en otros, esa serie en la que los niveles de adhesión no fueron suficientes podía ser eliminada del grupo. Esto permite perfeccionar el canje para las series con mayorías suficientes y mantener a esta otra en una situación de no solución y resolverla eventualmente utilizando la flexibilidad que brinda el *pac-man* que se explica más adelante. Si bien hubo críticas a estos aspectos de la transacción⁸⁴, en el sentido de que el deudor estaba haciendo abuso de las herramientas incorporadas en los bonos elegibles, como

⁸³. Ver carátula del Suplemento de Prospecto.

⁸⁴. Ver por ejemplo el artículo publicado por Mitu Gulati y Mark Weidemaier: “*The Argentine Re-designation Drama: Note from Two Frustrated Readers*” (Credit Slips, 9 de junio de 2020). Disponible en:

expresan de la Cruz y Lagos (2020), la posibilidad de buscar el consentimiento de los tenedores para eliminar la cláusula de prohibición de re-designación estaba también prevista en el *Indenture* 2016, tanto como la propia prohibición.⁸⁵

El Pac-man

Esta herramienta consiste en la posibilidad de hacer ofertas de reestructuración secuenciales bajo el formato de umbral único con condición de aplicación uniforme. Es decir, completada la primera reestructuración, Argentina podía volver a lanzar nuevas ofertas dirigidas bajo el formato de umbral único para la que fueran elegibles tanto los nuevos bonos emitidos en la primera transacción como aquellos bonos elegibles para esa transacción que no pudieron ser reestructurados por no haberse alcanzado la mayoría necesaria prevista en las CACs.

De esta forma, el poder de bloqueo que podía tener un tenedor o grupo de tenedores del bono no reestructurado, se debilitaba frente al nuevo monto de deuda elegible que, además de la deuda del bono no reestructurado, incluiría también toda la deuda ya reestructurada y emitida en la primera transacción.

Es decir, Argentina podía perfeccionar la primera oferta de canje con aquellos bonos en los que se hubieran alcanzado las mayorías previstas en las CACs y, vía la re-designación dejar afuera los bonos en que no se hubieran alcanzado. Luego, podía lanzar una segunda oferta dirigida tanto a la nueva deuda emitida en la oferta anterior y a la deuda no reestructurada –aplicando en esta oportunidad el método de umbral único con condición de uniformidad– con un mínimo *sweetener* que mejore lo que recibieron los que participaron en la primera. De esta forma, los tenedores de deuda ya reestructurada tendrían todos los incentivos para participar; ya que la nueva oferta supondría “dinero gratis” (de la Cruz y Lagos, 2020). Si

<https://www.creditslips.org/creditslips/2020/06/the-argentine-re-designation-drama-notes-from-two-frustrated-readers.html>.

⁸⁵. El anteúltimo párrafo de la sección 11.3 del *Indenture* 2016 dice: “*The Republic shall have the discretion to select a Modification Method for a proposed Reserve Matter Modification and to designate which Series of Debt Securities will be included in the aggregated voting for a proposed Cross-Series Modification; provided, however, that once the Republic selects a Modification Method and designates the Series of Debt Securities that will be subject to a proposed Cross-Series Modification, those elections will be final for purposes of that vote or consent solicitation.*” El subrayado me pertenece. Por su parte, la definición de “Reserve Matter Modification” surge de la sección 1.1, en la que se enumeran taxativamente los términos y condiciones contractuales que se consideran una materia reservada. En esa definición no se encuentra la cláusula de métodos de modificación antes transcripta parcialmente.

esta parte de la deuda elegible para la segunda transacción representa por lo menos el 75% de toda la deuda elegible, se aplicaría el método de umbral único y se lograría incorporar a los tenedores reacios a aceptar la propuesta.

A continuación, se explica con un ejemplo el proceso. Supongamos que la reestructuración abarca cuatro bonos (A, B, C y D) y que la propuesta, si bien supone ampliación de plazos y reducción de intereses no impacta sobre el capital de los bonos.

La primera oferta se estructura bajo la modalidad de doble umbral con el formato de ICMA 2014, es decir que se deben alcanzar por lo menos el 50% en cada uno de los bonos de forma individual y el 66^{2/3}% del acumulado.

Tabla 9: Resultados de la primera propuesta bajo regla de doble umbral

Bono Elegibles	Monto outstanding	Nivel de adhesión	Resultado	Nuevo bono Y (sin quita de capital)
A	1000	800	80%	1000
B	1000	900	90%	1000
C	500	150	30%	0
D	300	30	10%	0
Total	2800	1880	67%	2000

Fuente: elaboración propia.

Como se ve en la Tabla 9, estas condiciones se alcanzan para los bonos A y B; no así para los bonos C y D, en los que el nivel de adhesión de la oferta es del 30% y del 10% respectivamente.

Pero el emisor, haciendo uso de la re-designación elimina los bonos C y D del grupo y consecuentemente perfecciona la oferta de canje con los tenedores de los bonos A y B a los que les entrega el nuevo bono Y.

Tabla 10: Efectos de la re-designación

Bono Elegibles	Monto outstanding	Nivel de adhesión	Resultado	Nuevo bono Y (sin quita de capital)
A	1000	800	80%	1000
B	1000	900	90%	1000
Total	2000	1700	85%	2000

Fuente: elaboración propia.

En el segundo episodio de este juego se aplica el *pac-man*. El emisor lanza una nueva oferta apenas mejor que la primera en términos de valor presente, supongamos con un 1% de incremento de capital.⁸⁶ La misma está dirigida a los tenedores del bono Y (los antiguos tenedores de los bonos A y B) y a los tenedores de los bonos C y D que habían sido excluidos como consecuencia de la re-designación.

Es de esperar que todos los tenedores del bono Y participen y que el resultado para los tenedores de los bonos C y D sea el mismo que antes. Los tenedores minoritarios que habían acompañado la propuesta deberían seguir haciéndolo en tanto esta es inclusive algo más valiosa que la anterior.

En esta segunda transacción el umbral que miramos es exclusivamente el agregado para todos los bonos elegibles. Es decir, no importa que los tenedores de los bonos C y D rechacen mayoritariamente la oferta, sino que toda la oferta agrupada alcanza un nivel de adhesión superior al 75%.

Cabe aclarar que la condición de uniformidad se entiende cumplida por el hecho de que a todos los tenedores de deuda que conforman el grupo se les ofrece el mismo instrumento o paquete de salida. Más adelante se receptan las críticas que al respecto plantean Walker y Chong (2020).

⁸⁶. La mejora podría estar en la tasa o en el plazo o en una combinación de ambos. Lo hago sobre el capital para poder mostrarlo gráficamente en la tabla.

Tabla 11: Resultados de la segunda propuesta bajo regla de umbral único con condición de uniformidad

Bono Elegibles	Monto outstanding	Nivel de adhesión	Resultado	Nuevo bono Z (1% de incremento de capital)
Y	2000	2000	100%	2020
C	500	150	30%	505
D	300	30	10%	303
Total	2800	2180	78%	2828

Fuente: elaboración propia.

Si se hubiera utilizado este método de umbral único en la primera transacción el nivel de adhesión hubiera sido de 67%, es decir inferior al 75%, tal como se muestra en la Tabla 9, con lo cual no se hubiera logrado una reestructuración exitosa y el emisor hubiera tenido que hacer una oferta de mayor valor.

Mecanismos de atenuación de la re-designación y el pac-man

Muchas voces se alzaron en contra de la forma en que estos emisores manipularon las herramientas contractuales disponibles, haciendo un uso de estas cláusulas que no era el previsto en el espíritu de ICMA a la hora de propiciar los modelos en cuestión. También lo hicieron los propios acreedores afectados. En el caso de Argentina, tanto el Ad Hoc Bondholders Group como el Exchange Bondholder Group hicieron una presentación conjunta que apuntaban a volver a las redacciones de las CACs previas a ICMA 2014 o a eliminar la re-designación de futuros contratos.⁸⁷

En ese marco y con la intención de no generar un retroceso en el desarrollo logrado en el diseño de las CACs a partir de ICMA 2014, tanto Argentina como Ecuador decidieron hacer concesiones en el diseño contractual planteado.

Cabe aclarar que, si bien los mismos fueron relevantes para asegurar la participación de los diferentes grupos de acreedores, no se trataban de cambios que se instrumentaran en esta operación de canje, sino que se incorporan a los nuevos bonos a emitir; es decir, son

⁸⁷. Ver de la Cruz y Lagos (2020), nota al pie 83.

medidas tendientes a evitar la discreción en el uso de estas herramientas en futuras transacciones. A continuación se resumen estos cambios:

- a. Ampliación de la lista de materias reservadas: por un lado, las previsiones para la re-designación de series en el contexto de una modificación de una materia reservada⁸⁸ y, por otro, solo para los bonos emitidos en el *Indenture* 2016, cualquier modificación en la definición de “oferta de reestructuración” que permita la modificación de una materia reservada con la regla de umbral único siguiendo otra previa realizada bajo la regla de doble umbral.⁸⁹
- b. Limitaciones a la re-designación: para el uso de la re-designación en futuras transacciones, el emisor puede ejecutarla en la medida que notifique del cambio en la composición de los grupos a los tenedores de todos los bonos que conforman el grupo y les otorgue un plazo de por lo menos cinco días hábiles para revocar o cambiar sus votos. La re-designación debe ser consentida por tenedores que representen al menos el 66^{2/3}% del capital de los bonos afectados.⁹⁰ Este mecanismo en definitiva se convierte una condición de participación mínima aplicable a futuras operaciones, con la cual los acreedores participantes del canje se sentían cómodos.⁹¹
- c. Limitaciones al uso del *pac-man*: los nuevos bonos también limitaron esta estrategia, aunque no la prohibieron. Entre sus términos y condiciones se estableció que, si el emisor realiza en el futuro una oferta bajo el criterio del doble umbral, sólo lo podrá lanzar una segunda oferta con el criterio de umbral único y condición de uniformidad en la medida que el acompañamiento de los acreedores de la primera transacción sea de al menos el 75% del capital de los bonos designados antes de la re-designación.

⁸⁸. Ver Segunda Enmienda al Suplemento de Prospecto, sección “Descripción de los nuevos bonos”, S-87 para los bonos emitidos bajo el *Indenture* 2005 y S-92 para los del *Indenture* 2016.

⁸⁹. Idem anterior, sección “Descripción de los nuevos bonos”, S-92.

⁹⁰. Idem, sección “Descripción de los nuevos bonos”, S-85 y S-94.

⁹¹. De la Cruz y Lagos (2020).

Además prevé que esa segunda transacción deberá hacerse dentro del plazo de 36 meses contados desde el perfeccionamiento de la primera oferta.⁹²

También en este caso lo que se buscó es que, más allá de la discreción del emisor para aislar y luego licuar a las series “rebeldes”, la transacción original asegure un nivel de adhesión agregado que sea relevante.

Nivel mínimo de adhesión

Una medida que sí resultaba relevante para el canje de 2020 fue la incorporación de un piso mínimo de aceptación de la oferta que, obviamente, buscaba también garantizar que, más allá del uso que Argentina hiciera de las herramientas antes explicadas, existiera un consenso mínimo relevante de aceptación de la propuesta. En el suplemento la “Condición de Participación Mínima” fue prevista como una condición para poder perfeccionar el canje y exigía para ello que la propuesta fuera aceptada por:

- a) Por lo menos, el 66^{2/3}% de total agregado de toda la deuda elegible (la “Condición de Participación Mínima Agregada de Bonos Elegibles”); o
- b) Por lo menos por:
 - i. Una mayoría que permita modificar bonos emitidos bajo el *Indenture* 2005 que representen por lo menos el 60% del total de la deuda elegible 2005 o una mayoría que represente el 50% de la deuda agregada de todos los bonos 2005 elegibles; y
 - ii. Una mayoría que permita modificar bonos emitidos bajo el *Indenture* 2016 que representen por lo menos el 60% del total de la deuda elegible 2016 o una mayoría que represente el 50% de la deuda agregada de todos los bonos 2016 elegibles.

Los apartados (i) y (ii) conforman la llamada “Condición de Participación Mínima Agregada por *Indentures*”.

En definitiva, la Condición Mínima de Participación Agregada se cumplía si se cumplían la Condición de Participación Mínima Agregada de Bonos Elegibles o la Condición de Participación Mínima Agregada por *Indentures*.

⁹². Ver Segunda Enmienda al Suplemento de Prospecto, sección “Descripción de los nuevos bonos”, S-94.

Trato menos favorables para los tenedores que no participan del canje

Otra característica particular de este canje es que, si bien todos los acreedores tenían la posibilidad de elegir entre el menú de bonos disponibles, aquellos acreedores que se mantuvieron al margen de la transacción y fueron posteriormente arrastrados por la aplicación de las CACs terminaban recibiendo un tratamiento menos favorable (FMI, 2020c). El tenedor que era arrastrado: (i) recibía el bono más largo determinados para cada grupo –los *Discounts* iban a los bonos 2038, los Pares a los bonos 2041 y los bonos del *Indenture* 2016 a los bonos 2046-; (ii) el bono con vencimiento en 2046 carece de la cláusula RUFO; y (iii) no recibía la Retribución Adicional por Consentimiento –el pago de los intereses corridos y no pagados de su bono elegible en bonos con vencimiento en 2030-.

En relación a este aspecto, Walker y Chong (2020) destacan que el tratamiento a los bonos no presentados que son arrastrados a la transacción supone una penalidad mucho más significativa que la impuesta en las típicas cláusulas de *exit consents*, en las que el tenedor al menos mantenía la posibilidad de reclamar el capital e intereses en las condiciones originales. Con lo cual el incentivo de participar crece exponencialmente.

Claramente estos mecanismos pueden ser considerados nuevos “garrotes” dentro del menú de incentivos explicados en el Capítulo II. El punto es que no existe ningún mecanismo contractual que limite los posibles abusos del emisor en el diseño de este garrote. En el extremo, la contraprestación a recibir por el tenedor que se ve arrastrado por las CACs podría tener un valor sustancialmente peor que el resto del menú.

Repercusiones de las nuevas herramientas en la discusión sobre desarrollo de las CACs

La conclusión a la que llegaron algunos expertos, como por ejemplo Clark y Lyratzakis (2020), fue que si bien el uso que Argentina y Ecuador habían hecho de la re-designación y el *pac-man* no estaba contractualmente prohibido, era inconsistente con los objetivos de la arquitectura planteada por ICMA. Cabe tener presente que Clark y Lyratzakis son abogados de la firma White & Case LLP, asesora legal del Ad Hoc Argentine Bondholders Group y al Ad Hoc Ecuador Bondholders Group, respectivamente. Por su parte, de la Cruz y Lagos (2020), quienes representaron a ambos soberanos, sostienen que el uso de estas herramientas es acorde al espíritu de las CACs diseñadas por ICMA y que, además fueron muy eficientes en

permitir alcanzar reestructuraciones sustancialmente exitosas en períodos relativamente cortos de tiempo.

Es interesante el análisis que a este respecto hacen Walker y Chong (2020). En primer lugar, respecto de la re-designación entiende que resulta valorable dejar abierta esa posibilidad al deudor y que su prohibición tal como está planteado en el modelo ICMA resulta demasiado rígida. Sí consideran necesario que ante el ejercicio de la re-designación debe asegurarse el derecho del tenedor de retirar o modificar su consentimiento durante un período razonable de tiempo.

En segundo lugar, no entienden conveniente obligar a los deudores a especificar por adelantado el método de votación (umbral único o umbral doble) para determinar si una modificación propuesta ha sido aprobada por los tenedores de bonos, ya que nadie se perjudica por la decisión del deudor sobre la base de los votos emitidos.

En tercer lugar, respecto al trato dispensado al tenedor no participante que es arrastrado por las CACs, cuestionan que un deudor pueda usar las CAC para imponer un trato marcadamente diferente a los participantes que consienten y no consienten en una reestructuración. Eventualmente esa diferenciación podría ser tan grande que anularía la justificación y el beneficio aceptados de las CAC.

En cuarto lugar, respecto al *pac-man*, el hecho de que la deuda reestructurada y la deuda no reestructurada voten juntas en una sola clase, a favor de una modificación propuesta en la que se mejoran los términos económicos de la deuda reestructurada y se deteriora la deuda no reestructurada es, a primera vista, “descaradamente inequitativo”. Aquí la falla radica en la definición de "aplicación uniforme ". El hecho de que la deuda reestructurada y no reestructurada reciba instrumentos idénticos, en las circunstancias consideradas, no es un indicio de trato comparable.

Finalmente, el canje de Argentina (2020) resultó altamente exitoso; con una adhesión del 93,5% de los tenedores, lo que le permitió modificar el 99,01% del capital pendiente de pago del total de bonos elegibles. El nivel de aceptación en los bonos bajo en *Indenture* 2016 fue del 96,8%, mientras que para los bonos del *Indenture* 2005 fue de 87,4% (OPC, 2020b). Al haberse alcanzado los umbrales de las CACs previstos en los *indentures*, se logró

arrastrar a la totalidad de la deuda pendiente de cada serie, salvo en los bonos Par en dólares y euros emitidos en el canje de 2010.⁹³ Estas series de bonos fueron excluidas por el emisor de la lista de títulos designados, haciendo uso de la herramienta de la re-designación⁹⁴, sin embargo, no se lanzó una nueva oferta para resolver estas deudas pendientes a través de un *pac-man*. Argentina aceptó las ofertas presentadas en estos bonos par y los canjeó y simplemente siguió pagando bajo las condiciones originales a los *holdouts* que no participaron; dada su baja relevancia en el total reestructurado.

Impacto de las innovaciones contractuales en el juego

En esta instancia resulta interesante re-expresar el juego original para observar el impacto del diseño contractual, que claramente inclinó el poder de negociación en favor del deudor. Se parte en este caso de los mismos supuestos expresados originalmente, con la diferencia que ahora la deuda elegible está instrumentada en contratos que no sólo incluyen CACs, sino que también dejan abierta la posibilidad al soberano a disponer (porque el contrato no lo prohíbe o porque prohibiéndolo, se trata de una cláusula no material, modificable vía consentimientos de salida) la re-designación de los grupos luego de expresada la voluntad de los tenedores. A ello se suma la posibilidad, claramente expresada en los documentos de la oferta, de aplicar una estrategia de *pac-man*. Adicionalmente, otro elemento central de la invitación es que, dentro del menú de salida de la primera invitación, aquellos que no participen y que eventualmente sean “arrastrados” por aplicación de las CACs serán dirigidos al instrumento o paquete menos conveniente.

En resumen, el juego ahora se realiza con un sustancial incremento del poder de negociación en favor del deudor quien básicamente puede manipular con las CACs la oferta a su voluntad.

Volviendo al planteo original, el juego se inicia con una propuesta unilateral del deudor de reestructuración proponiendo un determinado nivel de quita que, decíamos, será “alto” \bar{q}_H , en caso de que exista un estado de la naturaleza asociado a una menor capacidad de repago

⁹³. En estos casos los niveles de adhesión fueron del 63,0% y 60,5% (OPC, 2020b).

⁹⁴. Ver anuncio de los resultados de la transacción disponible en: [La República Argentina anuncia los resultados del canje de deuda pública externa bajo ley extranjera | Argentina.gob.ar](https://www.argentina.gob.ar/finanzas/la-republica-argentina-anuncia-los-resultados-del-canje-de-deuda-publica-externa-bajo-ley-extranjera).

(y por ende, una mayor insolvencia) o “bajo” \bar{q}_L en el caso de un estado de insolvencia más suave. Resumíamos esta situación en la siguiente fórmula: $1 \geq \bar{q}_H > \bar{q}_L \geq 0$.

El primer movimiento en el juego lo da el soberano con una propuesta acorde a la necesidad de quita que entiende eficiente; mientras que el segundo movimiento lo realizan los acreedores que básicamente enfrentan dos opciones: aceptar o rechazar la oferta. El tercer movimiento será otra vez del soberano y estará determinado por el nivel de adhesión alcanzado por la propuesta; pudiendo básicamente perfeccionar el canje con los *holdins* y con aquellos que sean arrastrados como consecuencia de las CACs y tomar alguna de estas posibles decisiones con los *holdouts*: (i) seguir pagando en las condiciones originales; (ii) no hacer nada y esperar las acciones litigiosas; o (iii) intentar una estrategia de *pac-man*, lanzando una oferta sucesiva destinada tanto a los *holdins* como a los *holdouts*. Podría también darse la situación de que el nivel de adhesión no resulte suficiente para justificar cerrar el acuerdo y el juego se resetee y se vuelva a iniciar.

Respecto del nivel de quita eficiente, se planteó al principio del juego que el mismo es aquel nivel que permite al deudor recuperar la sustentabilidad de deuda maximizando el nivel de participación de los acreedores. Sin embargo, bajo este nuevo diseño contractual, la maximización de participación de los acreedores podría estar guiada, no por una oferta que combine intrínsecamente de la mejor manera posible los esfuerzos de ambas partes, sino que sea aquella que logre una adhesión mínima en ciertos instrumentos que le permitan al acreedor ir arrastrando a las demás series hacia la oferta.

En definitiva, el incremento de fuerzas del lado del deudor genera mayores incentivos a los acreedores para participar del canje (Opción A); básicamente por las menores mayorías requeridas y, más puntualmente por el riesgo de que la transacción se perfeccione y aquellos que no hayan participado reciban un peor instrumento de salida. Sin embargo, el hecho de que se facilite la Opción A, no quiere decir que se logre necesariamente el resultado que maximiza el valor (o minimiza la quita), dado que esta preponderancia puede llevar a situaciones de defaults oportunistas o a niveles de quita más fuertes de los necesarios para alcanzar niveles de sustentabilidad intertemporal de la deuda. Es decir, a diferencia de lo planteado en el juego original, el nivel de quita no estará dado por una

trayectoria de deuda consistente con el criterio de solvencia intertemporal, sino por incentivos nacidos de la estructura contractual que regula el juego que inclinan la balanza de poder en favor del deudor.

La Opción B, de recurrir a la vía litigiosa, en principio pierde fuerza; por lo menos, en la medida que se entienda que las novedades de diseño respetan el marco del contrato. Las opiniones de académicos y abogados especializados parecen ser coincidente en el sentido de que las medidas propuestas por Argentina están en los márgenes del contrato pero, en definitiva, dentro de él.⁹⁵

Por otro lado, aunque existan *holdouts* luego de ejecutada la transacción, en la tercera etapa del juego queda aún un elemento de mucho poder para el deudor que es el *pac-man*. Ahora la tercera etapa podrá instrumentarse como un nuevo canje en el que se incluyan los bonos emitidos en el primero, más las tenencias de los *holdouts* de las series no arrastradas; pero ahora bajo el criterio de umbral único con condición de aplicación uniforme, por un valor apenas superior al valor de los nuevos bonos entregados en la primera transacción. En esta instancia del juego, el balance de fuerzas es aún menos conveniente para los *holdouts*, ya que sus tenencias pasarán a ser parte de un colectivo mayor que las terminará licuando.

Es decir, desde la óptica de los tenedores la Opción A podrán no ser más valiosa que la Opción B, sin embargo, la fuerza de arrastre que genera el diseño contractual de las CACs hace que en realidad existan altas probabilidades de que la Opción B no sea realmente una opción, al eliminarse el derecho individual de reclamo judicial de la deuda impaga como consecuencia del efecto de la acción colectiva.

Es decir, aquel acreedor que pretenda actuar como *free-rider* no sólo corre el riesgo de que sus acciones judiciales se esfumen, sino que, además, el hecho de no haber participado positivamente en el canje, termine generando que el *pay-out* de salida sea de menor valor que el que reciban aquellos que sí participan; en virtud de que el deudor determina los que no ingresan voluntariamente al canje reciben una consideración de menor valor.

⁹⁵. Ver, por ejemplo, de la Cruz y Lagos (2020), Clark y Lyratzakis (2020) y Walker y Chong (2020), con la salvedad de que éstos últimos sí cuestionan la existencia de trato equitativo cuando las tenencias de los acreedores que no participan del canje son arrastradas a oferta notoriamente menos valiosas.

Cabe aclarar por último que el canje de Argentina (2020) incluyó algunos elementos que atenuaron el impacto de estas herramientas contractuales. Estos elementos, que de la Cruz y Lagos (2020) llaman el “compromiso” terminaron siendo mecanismos de auto-restricción que el mismo deudor aceptó incorporar; reconociendo de alguna forma que, si bien tenía todas las cartas para ganar la partida, necesitaba alcanzar un acuerdo consensuado.

Aquí vuelven a surgir como relevantes los riesgos reputacionales muy presentes en la literatura y los riesgos de futuro acceso al mercado. En las conclusiones se ahondará en estos temas.

Conclusiones

El Análisis Económico del Derecho positivo brinda herramientas útiles para analizar las reestructuraciones de deuda bajo la teoría de los juegos.

En las reestructuraciones de deuda soberana se explicita un sistema de pesos y contrapesos propio de cualquier esquema de negociación, determinado como vimos por precedentes judiciales, diseños contractuales, factores reputacionales, el factor del “juego repetitivo” (todo deudor que reestructura en algún momento deberá o querrá volver a financiarse en el mercado internacional de capitales), entre otros.

Llegados a este punto, corresponde recordar la hipótesis planteada al inicio del trabajo: *¿Qué tan eficientes puede resultar el diseño contractual de los bonos soberanos a la hora de ordenar y coordinar un proceso de reestructuración de esta deuda?*

Las reestructuraciones de deuda de los últimos 20 años de Argentina son un campo fértil para ver con nitidez el impacto que las cláusulas contractuales y, más específicamente, las CACs tienen en estos procesos.

En un primer momento, pre incorporación de CACs en los contratos bajo ley de Nueva York, las reglas de esa negociación estaban claramente desbalanceadas beneficiando a los acreedores. La exigencia de unanimidad hacía imposible alcanzar resultados eficientes que eliminaran el problema del *free-rider* expresado como *holdouts* en transacciones aceptadas por una amplia mayoría. Ello suponía la necesidad para el deudor de hacer ofertas de reestructuración que no necesariamente resultaran las óptimas para retomar la senda de sustentabilidad intertemporal de su deuda.

A partir de 2003, con la incorporación de las CACs en estos contratos se inició un camino en pos de alcanzar un nuevo equilibrio que limitara el poder de los acreedores dado por el requisito de la unanimidad. Luego, en 2005 con el *Indenture* de Argentina, vinieron las cláusulas de agregación como un primer perfeccionamiento de las CACs. Aun en esta instancia la balanza podía entenderse aún inclinada a favor de los acreedores: los niveles de adhesión resultaban altos y, consecuentemente, las probabilidades de que tenedores *holdouts* bloquearan las transacciones seguían siendo concretas.

En paralelo se inicia una etapa jurisprudencial con fallos que socavaban cada vez más las protecciones que las leyes de inmunidades soberanas brindan a los países. Esta etapa supuso un fuerte desarrollo jurisprudencial que fue minando las protecciones previstas para los soberanos en las leyes de inmunidades soberanas. Precedentes jurisprudenciales que supusieron la anulación de defensas como la *champerty*, en paralelo con el desarrollo del mercado de bonos y la especificidad de los fondos de inversión, permitieron el surgimiento de una industria basada en comprar deuda barata para demandar judicialmente o canjearla en condiciones más convenientes en reestructuraciones. Estos elementos jurisprudenciales, que Schumacher y otros (2014) identifican como la fase de caza de activos, se exacerbaban en la saga de litigios que vivió Argentina, sobre todo después del canje de 2005 hasta 2014, alcanzando su pico más alto con la causa *pari passu* y la decisión de la justicia de los Estados Unidos de condicionar el pago de la deuda reestructurada al pago de los reclamos litigiosos de los *holdouts*.

Volviendo al diseño de los contratos, ICMA (2014) busca generar un mejor contrapeso al reducir los niveles de adhesión y al ofrecer también la metodología de umbral único con condición de aplicación uniforme.⁹⁶

Ahora, la novedosa aplicación que hiciera Argentina de este nuevo diseño contractual generó una necesidad de re-revisión. No tanto por el uso que concretamente Argentina hizo de estas herramientas, sino por el que otros soberanos puedan hacer en el futuro. Como mencionan Walker y Chong (2020), el abuso del trato diferenciado para el tenedor que, no participando de la reestructuración, se ve arrastrado por aplicación de las CACs puede ser tan grande que anularía la justificación y el beneficio aceptados de las CAC.

Si bien estas herramientas pueden facilitar resultados acordes con la sustentabilidad de la deuda de ese emisor, el riesgo está en el uso oportunístico que, con un diseño quirúrgico de la transacción, permita afectar inequitativamente a algunos acreedores. Por ejemplo, cuando la deuda elegible está compuesta por bonos con nominales muy grandes frente a otros pequeños, los tenedores de estos últimos pueden recibir un trato menos conveniente. También si parte de la deuda elegible está en manos de tenedores domésticos, más

⁹⁶. En Buchheit y Gulati (2020) se puede encontrar una reseña histórica del desarrollo de las CACs.

proclives a aceptar ofertas menos valiosas que los extranjeros; ya sea por presión política, legal o regulatoria o porque el soberano cuenta con otras formas de generar valor para esos tenedores que no benefician a los no residentes.

No debe perderse de vista lo destacado por Buccheit y Gulati (2020), en el sentido de que los objetivos de un mecanismo de acción colectiva son: (i) asegurar que cualquier modificación posterior a la emisión de las condiciones de pago de un bono cuente con el amplio apoyo de los tenedores del instrumento y (ii) reducir los riesgos planteados por los *holdouts* al emisor de los bonos y a la mayoría de tenedores que acepta la propuesta.

En ese marco, en Argentina (2020) el emisor aceptó fijar ciertas reglas de participación mínima de tenedores como pautas limitativas al uso de la redefinición y del *pac-man*, así como prever restricciones a futuras reestructuraciones de los bonos emitidos en los canjes. En el futuro seguramente se vean nuevas modificaciones a los *indentures* con la intención de asegurar un uso razonable de estas herramientas por parte de los emisores; tal como se vieron modificaciones en las redacciones de las cláusulas *pari passu* luego de la saga judicial de Argentina. Por ejemplo, que la posibilidad de aplicar la re-designación vía *exit consent* se limite al entender esta cláusula como una materia reservada. Probablemente ICMA también ofrezca un nuevo modelo de cláusulas que busquen atenuar posibles abusos de parte de los deudores.

En el caso particular de Argentina, se puede afirmar que estas herramientas fueron centrales para que pueda cerrar una transacción en plazos sustancialmente menores a los que venían requiriendo negociaciones de este tipo⁹⁷ y con un nivel de adhesión superior al 99%. Argentina comenzó a negociar con sus acreedores a partir de la asunción de la nueva administración en diciembre de 2019, lanzó la primera oferta en abril de 2020 y el 31 de agosto de ese año anunció los resultados.

Sin embargo, en el caso de Argentina se da una nueva paradoja. A pesar de que el nivel de adhesión supone una transacción sin lugar a dudas exitosa, Argentina no logró volver a los mercados internacionales de crédito. Seguramente las razones de este fenómeno no se

⁹⁷. El plazo promedio de las reestructuraciones soberanas entre el período 2014-2019 fue estimado por el FMI en 18 meses. Ver FMI (2020c).

encuentran únicamente en cuestiones propias a los procesos de reestructuración de deuda y exceden el alcance de esta tesis, pero es interesante destacar como cierre que una vez más el caso de Argentina resultó paradigmático. Con una transacción que permitió liberar servicios de la deuda externa privada por los próximos cuatro años con un enorme nivel de adhesión, no ha logrado volver a los mercados internacionales.

Seguramente la relevancia de la deuda que el país mantiene con el FMI y que, al momento de redactarse esta tesis seguía pendiente de resolución, juega un papel central en explicar las restricciones imperantes. En este sentido, la evolución de los contratos de deuda privada exige revisar también la utilidad de los programas de asistencia del FMI a países que atraviesan crisis de deuda. Argentina es nuevamente un excelente ejemplo: logró cerrar su canje de títulos en unos pocos meses y en condiciones muy convenientes; sin embargo, no logró avanzar a igual ritmo en su negociación con el FMI. Entonces, ¿hasta qué punto se justifican los *bailouts* del FMI, en tanto ellos supongan convertir deuda privada por deuda con el organismo, si bajo las reglas actuales la reestructuración de la deuda privada resulta relativamente más sencilla que la oficial?

Por otro lado, no debe perderse de vista también el impacto de la pandemia provocada por el COVID, para explicar los buenos resultados del canje de Argentina. Es probable que el contexto general haya influido también en la decisión de los principales acreedores privados a la hora de acompañar la propuesta. Si bien es contra fáctico, es probable que ese nivel de acompañamiento no hubiera sido tan claro en un contexto de normalidad de las economías y finanzas mundiales.

Bibliografía

- Affaki, G.: “Revisiting The Pari Passu Clause” en Lastra, R. M., y Buchheit, L. C. (Ed.): *Sovereign Debt Management*, Nueva York, Oxford University Press, 2014.
- Ams, J., Baqir, R., Gelpern, A., & Trebesch, C.: “Sovereign default”. *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. 2018.
- Arjona Trujillo, A. M. y Rubio Pardo, M.: “El análisis económico del derecho”. *Precedente Anuario Jurídico*, 117-150. 2002.
- Blackman, J. I. y Mukhi, R.: “The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation: Vultures, Alter Egos, and Other Legal Fauna”, en *Law and Contemporary Problems*, Vol. 73, 2010, pp. 47-61.
- Bembí, M. y Nemiña P.: *Neoliberalismo y desendeudamiento: la relación Argentina-FMI*, Buenos Aires, Editorial Capital Intelectual, 2007.
- Bi, R., Chamon, M. y Zettelmeyer, J. (2011). “The Problem that Wasn’t: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings”. *IMF Working Papers*, 1-28.
- Blakemore, J., & Lockman, M. (2017). Pari Passu Undone: Game-Changing Decisions for Sovereigns in Distress. *Emerging Markets Restructuring Journal*, (3).
- Bocuzzi, C., Brennan M y Johnston J. H.: “Defenses”, en Lastra, R. M., y Buchheit, L. C. (Ed.): *Sovereign Debt Management*, Nueva York, Oxford University Press, 2014.
- Brooks, S. Guzman M., Lombardi D. y Stiglitz J.: “Identifying and Resolving Inter-creditor and Debtor-creditor Equity Issues in sovereign debt Restructuring” en *CIGI’s Global Economy Program*, Policy Brief N° 53, 2015.
- Bruno, E. A.: *El default y la reestructuración de la deuda*. Buenos Aires. *Nueva Mayoría Editorial*, Vol. 39, 2004.
- Bruno, E. A.: “Sovereign Debt Restructuring: Covenant and Default Clauses in Sovereign and Corporate Bonds and How the Difference among Them Impacts in the NML Case against the Republic of Argentina in New York”, mimeo, 2013.
- Buchheit, L. C. (Ed.): *Sovereign Debt Management*, Nueva York, Oxford University Press, 2014.

- Buchheit, L., Chabert, G., DeLong, C., & Zettelmeyer, J.: “The restructuring process”. In *Sovereign Debt* (pp. 328-364). Oxford University Press, 2019.
- Buchheit, L. C., & Gulati, G. M.. *The Argentine Collective Action Clause Controversy* (with Spanish Translation). *Capital Markets Law Journal* Oxford University Press, vol. 15(4), pages 464-473. 2020.
- Clark, I., & Lyratzakis, D.: “Towards a more robust sovereign debt restructuring architecture: innovations from Ecuador and Argentina”. 2020.
- Cosentino, A.: “Crisis y reestructuración de deuda soberana: una visión sistémica desde la perspectiva de los mercados emergentes”. Ed. Eudeba, 2017.
- Cruces, J. J. y Trebesch, C.: “Sovereign Defaults: The price of Haircuts” en *American Economic Journal*, Vo. 5, Nº 3, 2011, pp. 85-117.
- Choi, S. J., Gulati, G. M. y Posner, E. A.: “Political Risk and Sovereign Debt Contracts” en *University of Chicago Institute for Law & Economics Olin Research Paper Nº 583*, 2011.
- Cooter, R., & Ulen, T.: “Law and Economics”. Addison Wesley Longman. Tercera Edición. 1999.
- Das, U. S., Papaioannou, M. G. y Trebesch, C.: “Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts”, IMF Working Papers Nº 203, 2012.
- Das, U. S., Papaioannou, M. G. y Trebesch, C.: “Restructuring Sovereign Debt: Lessons from Recent History. Financial Crises, Consequences, and Policy Responses, forthcoming”, mimeo, 2013.
- de la Cruz, A., & Lagos, I. (2020). CACs at work: what next? Lessons from the Argentine and Ecuadorian 2020 debt restructurings. *Capital Markets Law Journal*. 2021.
- Enderlein, H., Trebesch, C. y Von Daniels, L.: “Sovereign Debt Disputes: A Database on Government Coerciveness during Debt Crises” en *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31, Nº 2, 2012, pp. 250-266.
- Financial Markets Law Committee: “Pari Passu Clauses: Analysis of the Role, Use and Meaning of Pari Passu Clauses in Sovereign Debt Obligations as a Matter of English Law”, Londres, 2015.
- FMI:

- (2002) “The Design of the Sovereign Debt Restructuring Mechanism - Further Considerations”, Legal and Policy Development and Review Departments, Washington D.C..
- (2014) “The Fund’s Lending Framework and Sovereign Debt – Annexes”.
- (2020a) “Technical Assistance Report-Staff Technical Note on Public Debt Sustainability”, Washington D.C. IMF. Marzo, 2020.
- (2020b) “IMF Staff Technical Statement on Argentina”, Washington D.C. IMF. Junio de 2020.
- (2020c) “The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors – Recent Developments, Challenges, and Reform Options”, Washington D.C. IMPF. Septiembre, 2020.
- Gelpern, A.: “After Argentine”, Rutgers School of Law-Newark Research Papers Series, N° 011, 2005.
- Gelpern, A.: “Building a Better Seating Chart for Sovereign Restructurings” en *Emory Law Journal*, Vol. 53, 2004.
- Hahn, D.: “The Roles of Acceleration”, Bar-Ilan University, Faculty of Law, 2010.
- Häsel, S.: “Trustees Versus Fiscal Agents and Default Risk in International Sovereign Bonds” en *European Journal of Law and Economics*, Vol. 34, N° 3, 2012, pp.425-448.
- Hornbeck, J. F.: “Argentina's Sovereign Debt Restructuring”, Congressional Research Service, Library of Congress, 2004.
- ICMA: “Standard Collective Action and Pari Passu Clauses for the Terms and Conditions of Sovereign Notes”, 2014. Disponible en: <http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/>.
- Nemiña, P. L., & Val, M. E.: “La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo”. Fundación Carolina. Documento de Trabajo 38/2020. Noviembre, 2020.
- Nielsen, G.: “Presentación del Secretario de Finanzas en Dubai – Argentina’s Restructuring Guidelines”, Dubai, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 2003.
- Oficina de Presupuesto del Congreso:

- (2020a) “Proceso de Reestructuración de los bonos bajo ley extranjera. Acuerdo con los principales grupos de acreedores”, agosto de 2020. Disponible en: <https://www.opc.gob.ar/deuda-publica/proceso-de-reestructuracion-de-los-bonos-bajo-ley-extranjera-acuerdo-con-principales-grupos-de-acreedores/>.
 - (2020b) “Operaciones de Deuda Pública – Agosto 2020”. Disponible en: <https://www.opc.gob.ar/operaciones-de-deuda-publica/operaciones-de-deuda-publica-agosto-2020-2/>.
- Olivares-Caminal, R.: “Rank Pari Passu or Not to Rank Pari Passu: That Is the Question in Sovereign Bonds after the Latest Episode of the Argentine Saga”, en *Law and Business Review of the Americas*, N°15, 2009, pp. 745-767
 - Panizza, U., Sturzenegger, F. y Zettelmeyer, J.: “The Economics and Law of Sovereign Debt and Default”, en *Journal of Economic Literature*, N° 47, Vol. 3, 2009, pp. 651-698.
 - Pascual, G. D.: “Por qué y cómo hacer análisis económico del Derecho”. *Revista de administración pública*, (195), 99-133. 2014.
 - Schumacher, J., Trebesch, C. y Enderlein, H.: “Sovereign Defaults in Courts”, mimeo, 2014.
 - Schumacher, J., Trebesch, C., & Enderlein, H.: “What explains sovereign debt litigation?”. *The Journal of Law and Economics*, 58(3), 585-623. 2015.
 - Sturzenegger, F. y Zettelmeyer, J.: “Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998–2005”, en *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, N° 5, 2008, pp. 780-805.
 - Stordeur, E. (2011). Análisis económico del derecho. Una introducción. *Bueno Aires: Abeledo Perrot*.
 - Trebesch, C.: “Delays in Sovereign Debt Restructurings. Should we really blame the creditors?”, mimeo, Freie Universität, Berlin, 2008.
 - Trebesch, C.: “Sovereign Default and Crisis Resolution”. Tesis doctoral, Freie Universität, mimeo, Berlin, 2011.

- Trucco M.: “Inmunidad de jurisdicción de los estados. Los cambios operados en la doctrina, jurisprudencia y legislación nacional”. Sistema Argentino de Información Jurídica, 2007.
- Villegas, C. G., & Villegas, C. M: *Aspectos legales de las finanzas corporativas*, Madrid, Dykinson 2001.
- Walker, M., & Chong, A.: “Collective Action Clauses Reexamined: Thank you Argentina”. *Available at SSRN 3666495*. 2020.
- Weidemaier, M., Scott, R. y Gulati, M.: “Origin Myths, Contracts, and the Hunt for Pari Passu”. *Law & Social Inquiry*, 38(1), 72-105. 2013.
- Wood, P. R.: *Law and Practice of International Finance*, s/c, Sweet & Maxwell, 1980.
- Wood, P. R.: “Corporate Bankruptcy Law and State Insolvencies”, en Lastra, R. M. y Buchheit, L. C. (eds), *Sovereign Debt Management*, Nueva York, Oxford University Press, 2014.
- Zettelmeyer, J., Trebesch, C., & Gulati, G. M.: “Managing holdouts: the case of the 2012 Greek exchange”, en Lastra, R. M. y Buchheit, L. C. (eds), *Sovereign Debt Management*, Nueva York, Oxford University Press, 2014.