

Tipo de documento: Tesis de maestría

Maestría en Derecho y Economía

Contratos de deuda soberana desde una perspectiva del análisis económico del derecho

Autoría: Peters Castro, Gustavo

Año de defensa de la tesis: 2021

¿Cómo citar este trabajo?

Peters Castro, G. (2021) "Contratos de deuda soberana desde una perspectiva del análisis económico del derecho". [Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella <https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12007>

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 2.5 Argentina (CC BY-NC-SA 2.5 AR)

Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

ESCUELA DE DERECHO

MAESTRÍA EN DERECHO Y ECONOMÍA

**CONTRATOS DE DEUDA SOBERANA DESDE UNA PERSPECTIVA DEL
ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO**

GUSTAVO PETERS CASTRO

LEGAJO: 17M1835

TUTOR: ANDRÉS DE LA CRUZ

Resumen

Este trabajo toma el enfoque contractual del problema de la deuda soberana. A partir de allí analiza la forma en la cual los postulados del análisis económico del derecho interactúan y dan forma a las relaciones de los agentes que componen la relación contractual. El trabajo procura ir desde lo general para luego ahondar en los elementos particulares. De ese modo, toma los elementos a partir de su origen hasta su actualidad. Describe sus principales características para analizar en detalle su funcionamiento y efecto en el esquema general de incentivos de la relación subyacente.

A partir de este método, se busca contribuir al estudio del fenómeno indagando en las herramientas que el análisis económico del derecho puede generar para el estudio del problema y el eventual aporte de soluciones.

Contratos de deuda soberana desde la perspectiva del análisis económico del derecho

1. Introducción
 - 1.1 Objetivo del Trabajo
2. La estructura del problema y la estructura del contrato
 - 2.1 La estructura del problema
 - 2.2 La estructura del contrato
 - 2.2.1 Fallas de mercado
 - 2.2.2 Asimetrías de Información
 - 2.2.3 Externalidades Negativas
 - 2.2.4 Selección Adversa
 - 2.3 Tragedia de los comunes
3. Contratos y eficiencia
 - 3.1 La eficiencia buscada
4. Elementos contractuales
 - 4.1 Cláusulas de acción colectiva
 - 4.1.1 Una mirada del Análisis Económico del Derecho
 - 4.1.2 Distintas clases de Cláusulas de Acción Colectiva
 - 4.1.3 Algunas críticas
 - 4.1.4 Una perspectiva empírica
 - 4.2 Redesignación y Pacman
 - 4.3 La Cláusula Pari Passu
5. Algunos elementos contractuales menos frecuentes
 - 5.1 Regulaciones sobre CDS
 - 5.2 Bonos contingentes
6. Conclusiones
7. Bibliografía

1. Introducción

Los Estados soberanos tienen a su cargo una gran cantidad de obligaciones que atender, para lo cual destinan los recursos que obtienen a través de diversas fuentes de financiamiento. Dentro de las fuentes de financiamiento, nos interesa detenernos en el crédito. Al igual que a cualquier individuo particular, este le permite obtener una suma de dinero en el presente, para invertir con la confianza de que en el futuro obtendrá un retorno que le permita saldarla y pagar intereses. Esta operación en un principio se presenta sencilla pero a lo largo de su desarrollo e implementación ha sumado complejidades hasta llegar al panorama actual.

El crédito ha tenido un rol fundamental no solo en el desarrollo de las naciones sino del sistema capitalista en su conjunto tal como hoy se lo conoce. Esto es así dada la posibilidad que otorga de emprender un proyecto específico o general sin el capital suficiente, sino con la expectativa de retorno de ese mismo proyecto en el futuro. Sin embargo, de aquí se desprende una de sus mayores complejidades. Como fue expuesto, la expectativa a futuro es lo que permite que la operación se lleve a cabo, por tanto mientras más riesgosa sea la operación, mayor deberá ser la tasa de interés a la que descuenta el monto otorgado como crédito. A su vez, existe otro factor también determinante para determinar la tasa de interés más allá del riesgo propio de la operación, este es el riesgo del deudor. En los casos de Estados soberanos, este último factor es el que resulta determinante, dado que su volumen diluye la importancia de la operación en sí. De esta forma, la tasa podría variar según dos factores a tener en cuenta. Estos son su situación financiera, ya que es la que determina la capacidad de cumplir con sus obligaciones y por otro lado, su voluntad de cumplirlas. Respecto de esto último, es lo que forja la reputación de un deudor y tiene un fuerte impacto en las tasas a las que pueda acceder para endeudarse.

La reputación resulta imprescindible como accesorio del crédito y ha sido también un factor determinante en la historia del desarrollo de las naciones. De hecho Yuval Harari, uno de los historiadores más citados del siglo XXI, presenta un claro ejemplo del crédito como el factor determinante en las diferencias del desarrollo de los imperios europeos de España y los Países Bajos a partir del siglo XVI¹. En su ensayo relata cómo los Países Bajos pasaron de estar bajo el dominio español en 1568 a convertirse en la principal potencia oceánica del continente en un plazo de ochenta años. Este proceso se dio a través de asegurarse la confianza del sistema financiero europeo para obtener el crédito que financiara sus expediciones marítimas, al mismo tiempo que el rey español se dedicaba a dilapidar la confianza del mismo sistema en él. Es decir, el autor ubica al crédito como un factor de crecimiento determinante al punto de otorgarle el valor diferencial entre la suerte a correr respecto del desarrollo por una nación u otra en términos comparativos.

Recapitulando, nos encontramos frente a que el crédito es de una importancia vital para el desarrollo de los Estados modernos hoy en día tanto como lo fue para los imperios en la antigüedad. Esto se debe a la mencionada posibilidad única que otorga el concepto de crédito, de generar valor en el presente a partir de la expectativa y confianza en el valor que habrá de generar en un futuro², lo cual generó posibilidades de desarrollo también únicas en la historia a partir de su implementación. No obstante, hemos visto que se desprende de este concepto un elemento fundamental del crédito: la confianza. Este último concepto, intangible pero con efectos sumamente perceptibles, es el que complejiza las relaciones de crédito y constituye un elemento imprescindible para el análisis de cualquier problemática relativa al crédito.

A su vez, en la actualidad existen diferentes modos en que los Estados soberanos pueden contraerlos. Es común que los créditos sean contraídos entre Estados, con entidades multilaterales o con el sector privado. El trabajo se centra en la modalidad que concentra mayor volumen y en cuya complejidad

¹ Harari, Y. N. (2014). *De animales a dioses. Breve historia de la humanidad*. Buenos Aires: Pinguin Random House. p. 349-353.

² *Ibíd.* p. 348.

se considera oportuno indagar: los contratos de crédito con el sector privado, específicamente los celebrados bajo una jurisdicción extranjera³.

Objetivo del trabajo

_____Se ha definido el interés de este trabajo dentro de las deudas que los Estados contraen con acreedores privados. Lamentablemente la historia ha demostrado que ciclos de euforia y luego desencanto en los mercados que se suceden con habitualidad terminan por decantar en crisis financieras⁴. Cuando las crisis financieras se desatan afectan especialmente a países en desarrollo, quienes son más vulnerables y a su vez suelen estar mayormente expuestos a crisis de deuda.

A lo largo del trabajo se procurará desarrollar el escenario de problemas que enfrentan los hacedores de políticas en el aspecto señalado en el párrafo anterior. Sin embargo, sí resulta preciso señalar aquí la existencia de dos enfoques para tratar los problemas de deuda. Por un lado, la solución contractual o de mercado, y por otro la denominada regulatoria⁵. La primera se basa en mejoras mediante modificaciones contractuales como la implementación de cláusulas de acción colectiva y la segunda propone un enfoque que propicie un espacio multilateral que regule o acompañe los procesos de reestructuración.

Este trabajo se propone hacer foco en la solución contractual. No tiene por objeto analizar la conveniencia de una por sobre la otra, sino que se decide encarar el enfoque contractual dado que es en ese espacio donde el análisis económico del derecho puede realizar un aporte sustancial. Se entiende como función del derecho de los contratos convertir juegos con soluciones no

³ El hecho de aclarar la jurisdicción extranjera del contrato responde a que este mismo constituye una diferencia sustancial respecto de la jurisdicción local. Esto así en cuanto los esquemas de incentivos entre las partes del contrato son disímiles. Se ahonda con mayor detalle en el punto 2.2.

⁴ Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008). *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises* (No. w13882). National Bureau of Economic Research. p.53

⁵ Ranieri, A. M. (2015). Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada. *Pensar en Derecho*, 6.

cooperativas en juegos con resultados cooperativos⁶, por lo cual se pretende analizar cómo influyen las cláusulas del contrato a favor o en contra de lograr soluciones cooperativas. En suma, el objetivo del trabajo es analizar algunos de los elementos más controversiales de los contratos de deuda soberana a la luz de los principios del análisis económico del derecho a fin de contribuir al debate sumando así elementos de análisis.

⁶ Bejarano, J. A. (1999). El análisis Económico del derecho: comentarios sobre texto básico. *Revista de Economía Institucional*, 1(1), 155-167. p. 166

2. La Estructura del Contrato y la Estructura del Problema

2.1 La Estructura del Problema

El problema de las deudas y los defaults soberanos data de antaño en la historia económica y geopolítica mundial, como se ha expresado en el punto anterior. Sin embargo, sí existen una serie de hechos en puntual que resultan fundacionales para el desarrollo del panorama que este trabajo pretende tratar.

Durante la segunda mitad del siglo XX, los bancos comerciales internacionales eran los principales acreedores de deuda soberana de países emergentes. Por consiguiente, las crisis de deuda de estos soberanos tan importantes generaban enormes problemas para los bancos. Desde un punto de vista financiero, por el riesgo que un pasivo semejante conlleva. Desde el punto de vista legal, por las dificultades para entablar un litigio con un deudor soberano y poder ejecutar una eventual sentencia favorable⁷. En consecuencia, las entidades financieras que se encontraban cargadas de deuda insostenible de países emergentes acordaron una reestructuración de esos pasivos con la emisión de nuevos bonos a cambio de poder securitizarlos. Es decir, venderlos en el mercado de capitales a través de lo que a finales de la década de 1980 se llamó el plan Brady⁸. A partir de ello es sostenido que el plan Brady resulta un cambio de paradigma para la estructura contractual hasta ese entonces utilizada y una nueva configuración del “acreedor” como con la que trabajamos en el presente. A partir de aquí los bonos soberanos ya no se tratan más de un contrato entre dos partes sino que la contraparte del emisor se conforma a

⁷ Fisch, J. E., & Gentile, C. M. (2004). Vultures or vanguards: The role of litigation in sovereign debt restructuring. *Emory Law Journal*, 53, 1043.

⁸ Paniza, U., Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2009). The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature*, p. 671

través de múltiples sujetos con diferentes intereses, situaciones jurídicas y tal vez derechos, entre sí.

A su vez, esta nueva configuración permite que se puedan identificar los sujetos intervinientes en el contrato de un modo diferente. En la antigua configuración era posible identificar al deudor soberano y a la entidad acreedora como sujetos. A partir del plan Brady existe un sujeto emisor de deuda y el segundo sujeto ya no se puede identificar como uno sino que se atomiza en una gran cantidad de acreedores.

En tanto, un segundo hecho que termina por aproximarse al panorama actual es el abandono de la doctrina de la inmunidad soberana por parte de las principales plazas de colocación - Reino Unido y Estados Unidos de América - hacia finales de la segunda guerra mundial. Por ese entonces, en medio de la guerra fría, el gobierno de Estados Unidos empujó el fin de esta doctrina, lo cual permitía que las compañías estatales soviéticas no pudieran oponer el principio de inmunidad soberana frente a actividades comerciales relacionadas con los propios Estados Unidos⁹. A la vez, los estados europeos abandonaban la doctrina de la inmunidad absoluta, lo que también afectaba a las agencias federales que habían desplegado iniciativas por el plan Marshall.

Un primer efecto de la configuración del acreedor atomizada resulta en una dispersión del riesgo desde el punto de vista del acreedor, dado que el acreedor no precisa de cubrir la totalidad de la demanda crediticia del soberano sino que puede optar por un monto que se ajuste a su interés específico.

A su vez, lo que se puede percibir como una ganancia en términos de eficiencia *ex ante*, puede resultar en una fuga de la misma *ex post*. De este modo, no solo las ventajas resultan de la multiplicidad de acreedores sino que esta también tiene por consecuencia un aumento en los costos de coordinación.

Ahora bien, es válido preguntarse por qué habría de ser importante la coordinación entre acreedores, si del instrumento de deuda no surge que haya relación alguna entre ellos. Esta afirmación no surge de la letra del contrato

⁹ Ibid. 653

sino del principio de realidad aplicado en el análisis de la situación. La deuda soberana de los países emergentes frecuentemente sufre contingencias que impiden su desenvolvimiento previsto y decantan en defaults, procesos de reestructuración o situaciones litigiosas¹⁰. A partir de ello cobra mayor magnitud la configuración del acreedor.

Esto resulta importante en tanto la multiplicidad de acreedores implica a su vez multiplicidad de intereses, pareceres e incentivos. Como es sabido desde el análisis económico del derecho, un aumento en los costos de transacción implica también una distribución menos eficiente de derechos¹¹. En ese sentido, de surgir problemas con el negocio, un acuerdo entre partes se vuelve una solución más difícil, y por lo tanto, más costosa.

2.2 La Estructura del Contrato

En cuanto al contrato en sí, consta de un sujeto, el soberano, que emite un título de deuda por el que recibirá un monto que se obliga a devolver en pagos parciales periódicos hasta cubrir el valor del bono y pagar intereses a quienes hayan adquirido el título de forma directa o indirecta. El primer elemento problemático del contrato recala en lo limitado del *enforcement* ante el deudor. Es decir, la capacidad del acreedor para hacer efectivo el cobro del monto adeudado ante un Estado Soberano. Esta limitación se expresa a través de que sus activos se encuentran en jurisdicción extranjera y existen principios legales que protegen los activos en el exterior¹².

Sin embargo, esta inmunidad soberana tampoco es absoluta. El principio se ha visto relativizado en cuanto a su efectividad dado que en Reino Unido y Estados Unidos de América – principales plazas para las colocaciones de estos bonos – legislaron la doctrina judicial iniciada luego de la segunda guerra mundial en la que se consideró al endeudamiento soberano como una actividad comercial en 1978 y 1976¹³ respectivamente. Por lo tanto, al tenerse en cuenta

¹⁰ *Ibid.* p. 653

¹¹ Coase, R. H. (1960). The problem of social cost. In *Classic papers in natural resource economics* (pp. 87-137). Palgrave Macmillan, London.

¹² Paniza, U., Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2009) p. 651

¹³ *Ibid.*, p. 653

como actividades comerciales, resultaban sujetas a los tribunales jurisdiccionales de aquellos Estados. De esta manera, se producen dos modificaciones sustanciales en la forma en que esta relación contractual se configura. A partir de los hechos descritos con anterioridad, los estados soberanos quedaron más expuestos a recibir sentencias en contra, lo cual contribuyó a disparar la aparición de otros nuevos jugadores, los comúnmente conocidos como fondos buitres.

De esta manera quedamos ante un deudor que sabe que no puede ser compelido forzosamente al pago, pero tampoco se puede afirmar que carece de incentivos para pagar, sino todo lo contrario¹⁴, ya que no cumplir genera consecuencias negativas para el deudor como el aumento del riesgo país, la exclusión de mercados internacionales o el encarecimiento del crédito.

A su vez, el nuevo jugador, tiene incentivos bastante disímiles respecto de los que poseen tanto el deudor como los acreedores originales, ya que el objetivo no es cobrar el crédito sino esperar que el negocio original fracase para obtener ganancias a partir de la diferencia entre el precio pagado por el bono en peligro de default y el cobro efectivo de la totalidad pagada más los intereses.

A partir de estos hechos es que se puede entender la estructura del contrato, y divisar la multiplicidad de sujetos intervinientes. Ahora bien, resulta necesario entender, a partir de aquí, la estructura del problema. Se afirma que existe un problema en cuanto la estructura del contrato y del sistema financiero internacional resultan para estos casos en un esquema de incentivos que podemos percibir como ineficiente.

¹⁴ Dooley, M. P. (2000). Debt management and crisis in developing countries. *Journal of Development Economics*, 63(1), 45-58. En este trabajo Dooley demuestra que el costo económico del default provee el incentivo necesario para pagar.

2.1 Fallas de Mercado

2.1.1 Información Asimétrica

La información asimétrica se encuentra presente en la gran cantidad de operaciones y negocios llevadas en lo cotidiano, pero al tratarse de este negocio en particular se destacan algunas características especiales. En primer lugar se hace distinción respecto del problema desde sus dos aristas: la asimetría de la información es bilateral. Es decir, por un lado existe lo que el acreedor no sabe del deudor, y como contracara lo que el deudor no sabe del acreedor o los acreedores.

Lo que el acreedor no sabe del deudor es, por un lado, la situación financiera de este último; y por el otro, las decisiones políticas que el deudor puede tomar y las opciones disponibles al deudor, que no opera en un contexto binario, comúnmente conocidas como riesgo político. La situación financiera de un deudor soberano no se equipara con la falta de información que puede existir sobre un deudor corporativo dadas las obligaciones de transparentar las cuentas del soberano. A su vez, un Estado con una macroeconomía sólida tiene fuertes incentivos para exhibir sus cuentas porque implica capacidad de repago y esto influye en las tasas y precios de sus bonos. Por el contrario, un Estado que tienda a no ser transparente en este aspecto habrá de generar el efecto contrario. De esta manera se entiende que el propio mercado ofrece soluciones a las asimetrías de información respecto de la situación financiera y la capacidad de repago del soberano. No sucede lo mismo en cuanto al riesgo político, dado que resulta imposible prever con exactitud la voluntad de cooperación de un gobierno. A su vez, un mero posicionamiento discursivo no genera la misma confianza en los acreedores respecto de la voluntad de pago que los datos macroeconómicos respecto de la solvencia financiera. Esta

situación genera que con frecuencia se produzca una situación de selección adversa,¹⁵ en la que el mercado percibe situaciones por encima o por debajo del óptimo.

No obstante, no sucede lo mismo en la situación que respecta la relación de conocimiento entre el deudor y la situación del acreedor. A primera vista no parece que pudiera resultar un problema el hecho de que el deudor desconozca la situación de su acreedor, ya que intuitivamente se entiende que debería resultar indistinta la situación de quien posee la acreencia. Sin embargo, a partir de la nueva configuración posterior al plan Brady, los incentivos de los acreedores difieren entre sí y pueden no estar alineados de la misma manera respecto de los incentivos del soberano. En el caso de los acreedores que se encuentran en posesión de instrumentos como Credit Default Swaps se entiende que poseen incentivos en un orden contrario al del soberano¹⁶ ya que un default no es más un escenario no deseado sino que por el contrario se vuelve conveniente.

2.1 Externalidades negativas

Las externalidades se entienden como aquellos costos o beneficios de una operación que no se trasladan a quienes forman parte de la transacción sino que por el contrario recaen en terceros. Se las llama externalidades positivas si se trata de beneficios, y negativas si se trata de perjuicios o costos. Existen ejemplos usados en forma común que grafican el modo en que operan las externalidades y nos permiten comprenderlas. El caso de una fábrica ubicada a la vera de un río, que vierte sus desechos en el agua, y en el supuesto no cuenta con ninguna multa o prohibición al respecto, sirve como explicación del fenómeno. La fábrica produce un costo al arrojar sus desechos en el río, que no paga ella, sino que se absorbe por el total de personas perjudicadas por la contaminación del río. Este suceso es que la sociedad o

¹⁵ Se explica en sección 3.2.2

¹⁶ Stiglitz, J. E. Y Guzmán M. (2016). Un mecanismo de «derecho blando» para la reestructuración de la deuda soberana. p. 6

terceros asimilan un costo producido por un particular es lo que constituye la externalidad negativa.

Por el contrario, cuando una persona decide vacunarse, no solo se protege a ella misma de una enfermedad sino que se retira como agente de contagio, evitando que la enfermedad se propague. En este nuevo ejemplo, se benefician terceros que no fueron vacunados gracias los que sí decidieron hacerlo, y se expresa como una externalidad positiva¹⁷.

Las externalidades negativas también tienen como efecto, que la actividad que causa la consecuencia de su producción se ejerza por encima de las condiciones normales, dado que estos costos no integran el sistema de precios.¹⁸

A su vez, en el caso de deuda soberana objeto de este trabajo, se pretende realizar el enfoque en las externalidades negativas que se desprenden de un accionar determinado. Este es el caso de las externalidades negativas que se generan a partir del negocio de los *holdouts*. Los costos mencionados son aquellos que producen la externalidad negativa generada como consecuencia del encarecimiento del crédito para el soberano, dificultades para los acreedores corrientes y las dificultades macroeconómicas internas de los Estados derivadas de los costos que puede generar un default¹⁹.

Así podemos afirmar que el accionar de los *holdouts* consistente en esperar y litigar, conlleva consecuencias gravosas para los estados demandados en estos litigios. Los datos recogidos sobre los soberanos en litigio demuestran las externalidades que producen los costos del propio litigio sumados a una gran cantidad de costos indirectos que también afectan a estos estados²⁰.

En base a estas premisas se podrían contrastar la externalidades negativas que habrían de producirse en caso de no haber cedido el principio

¹⁷ STORDEUR, Eduardo (h). *Análisis económico del derecho: una introducción*. [1a ed.]. Buenos Aires: Abeledo Perrot, 2011. xiv, 414 p. 93

¹⁸ *Ibid.* P. 94

¹⁹ Paniza U., Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2009). p. 674

²⁰ Schumacher, J., Trebesch, C., & Enderlein, H. (2018). Sovereign defaults in court. p. 24

de inmunidad soberana en las principales plazas de colocación de deuda en el siglo pasado²¹ con el accionar de los *holdouts* que hemos descripto. Es decir, se entiende que ante una concepción absoluta del principio de inmunidad soberana los Estados no podrían ser demandados en cortes extranjeras, por lo tanto se eliminarían las externalidades negativas que producen los holdouts. No obstante, restaría saber cuál es el volumen de las externalidades que aquella falta de seguridad jurídica en los acreedores produciría para compararlas entre sí.

A ese respecto, cabe el siguiente razonamiento: si las externalidades de la actividad de los *holdouts* fueran superiores a las de la inseguridad jurídica, los países emergentes no emitirían su deuda en otras plazas que no fueran las propias - u otras que reconozcan soberanía -. Inferimos que en el supuesto de la de las plazas de ley local, para ser atractivo a inversores se debería elevar las tasas en una cuantía tan alta que hace preferible para los países emergentes correr el riesgo de enfrentarse a los *holdouts especulativos* ante un inconveniente en sus pagos antes que pagar las tasas que la inseguridad jurídica habría de producir.

2.1.2 Selección Adversa

La selección adversa deriva de la asimetría de información y es la tendencia de las personas a establecer acuerdos en los que usan su información privada en beneficio propio y en desventaja de la parte menos informada²².

Un ejemplo gráfico de los problemas que se producen es el de los autos usados o “limones”²³. En él se describen las interacciones en el mercado de autos usados y cómo se descuenta el precio de compra a partir de la posibilidad de adquirir un limón - auto usado con fallas - por parte de los consumidores. Además, cómo la consecuencia inmediata redundaría en precios

²¹ Ver Sección 2.2

²² Parkin, M., & Loría, E. (2015). Microeconomía, un enfoque para América Latina. *Editorial Pearson, México*. p. 470

²³ AKERLOF, George, “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, vol.84, nro.3, 1970, ps.488-500.

menores a los eficientes para autos sin fallas y superiores para autos con ellas. Esto genera la exclusión de estos primeros autos sin fallas del mercado a partir de que un vendedor de un buen auto no quiere recibir por pago el correspondiente a un *limón*. La consecuencia final es una asignación ineficiente de recursos.

En cuanto a la deuda soberana el problema se presenta respecto de la calidad de bonos. Se podría trazar un paralelo en cuanto a que los bonos soberanos defaulteados o renegociados fueran limones. Es decir, productos adquiridos cuyo valor es inferior al que se hubiera pagado de conocer el resultado final. Sin embargo, en el mercado de bonos soberanos los bonos pagan intereses de acuerdo en la confianza que despierte la solvencia del soberano, muchas veces generando también una asignación ineficiente de recursos cobrando intereses altos a deuda de soberanos solventes y con intenciones de cumplir con sus acreedores; y viceversa.

2.2 Tragedia de los Comunes

La tragedia de los comunes es la idea que se utiliza para graficar las desventajas o problemas en términos de eficiencia que produce la utilización de recursos en una propiedad comunal, es decir, con múltiples dueños. La misma es utilizada en el análisis económico del derecho para analizar la eficiencia en la forma de definir derechos de propiedad²⁴. En la idea se explica la manera en que en un sistema de propiedad comunal genera incentivos en los individuos para extraer bienes y recursos de la manera más rápida que sea posible, para que no sean apropiados por otros individuos, generando una sobre explotación con resultados por debajo del óptimo. Ejemplos más comunes son las actividades con bienes públicos como la pesca o la caza, donde si no se interviene y define derechos de propiedad, los incentivos pueden generar severos daños.

A su vez, Eduardo Stordeur²⁵ realiza una conexión entre la tragedia de los comunes y la teoría de juegos. Esta consiste en comprender la mecánica de

²⁴ HARDIN, Garrett, "The Tragedy of the Commons", Science, vol.162, 1968, p.1243

²⁵STORDEUR, E. (2011) p. 160

forma de actuar de los comuneros a través de la interacción estratégica de cada uno de ellos. Para eso se reduce el campo de acciones a dos, cooperar o defecionar. Allí explica que si bien el resultado óptimo en un juego de propiedad comunal habría de obtenerse mediante cooperación, los comuneros se encuentran con que en su juego individual es preferible defecionar antes que arriesgarse a cooperar y que el resto de los jugadores defecione. Es decir, en el ejemplo de la pesca, los incentivos del sistema responden a que cada pescador extraiga recursos de forma no sustentable incluso ayudando al agotamiento posterior del recurso antes que arriesgarse a cooperar y extraerlo de forma limitada y que los otros individuos no lo hagan.

Respecto de la situación de la deuda soberana, si bien no se encuentra una analogía idéntica a la tragedia de los comunes, sí se estima que sucede un fenómeno similar en cuanto a la relación establecida entre la tragedia de los comunes y la teoría de juegos. El mismo se estructura del siguiente modo. Partimos de la premisa en la que un soberano entra en default o reestructura su deuda lo hace porque su situación financiera lo obliga, ya que de cualquier otra manera no posee incentivos para hacerlo²⁶ dados los costos que genera. A partir de aquí, se entiende que el escenario se configura con una masa de acreedores cuyas acreencias representan el 100% de la deuda, pero los fondos del soberano no pueden cubrirla en su totalidad por lo que en principio deberían someterse a una quita, espera o resignar intereses. Sin embargo, se ha descrito el accionar de los *hold outs* por el que se espera cobrar la totalidad de la deuda. Aquí se traza el paralelo respecto de la idea de los comunes y su comportamiento estratégico. En ambos casos existe un “recurso” - se decide llamar así a la capacidad de pago del soberano - y comunes - se decide llamar así a los acreedores -. También en ambos casos se da la existencia de un mismo problema, si todos los comunes extraen el recurso al máximo de su capacidad de extracción del propio recurso - como en el ejemplo de la pesca -, aquella sobre explotación conlleva el agotamiento del recurso. Del mismo modo, si los acreedores se disponen a demandar por la totalidad de su acreencia se puede esperar que el soberano se ahogue financieramente y, siguiendo la analogía, el recurso se agote.

²⁶ Se remite a Sección II.

Por el contrario, del mismo modo que si los comunes consensúan un régimen de explotación óptimo el recurso puede perdurar, si los acreedores consensúan una reestructuración dónde la deuda del soberano procure mantener la sostenibilidad²⁷, el soberano podrá cumplir con sus obligaciones.

Ahora bien, volviendo a la situación de juegos que plantea Stordeur en relación a la tragedia de los comunes, se puede afirmar que los incentivos no se encuentran cerca de procurar el escenario planteado en el párrafo anterior. Esto se sostiene a partir de que el accionar de los fondos especulativos no tiene que ver con la situación de los comunes que extraen un recurso en demasía y se obtiene un resultado general negativo sino que la actividad en concreto consiste en la sobre explotación de ese recurso. Es decir, el “juego” no es el de los comunes sino otro distinto. Supongamos, en el ejemplo de la pesca, que los pescadores deben generar un esquema de incentivos que les permita una extracción del recurso que resulte sustentable para que no se suceda la situación del juego que plantea Stordeur y el resultado total sea negativo y termine con el recurso. En este ejemplo, los *holdouts* no se pueden asemejar a pescadores corrientes para integrar en el juego sino a un barco que habrá de pescar en este supuesto río por una única vez. De esta manera, el incentivo es a obtener la mayor cantidad de ese recurso sin estimar los efectos en el río ni en el resto de los pescadores.

A partir de este esquema, es posible afirmar que un contrato de deuda soberana debe procurar un sistema de incentivos cuyo juego no sea el que se daba antes de las cláusulas de acción colectiva²⁸, con un resultado no cooperativo, sino otro con un resultado cooperativo entre los jugadores. En consecuencia, deberá estructurarse de tal forma incentive a entrar solamente a jugadores cooperativos y desincentive a los otros.

²⁷ Stiglitz, J. E. Y Guzmán M. (2016). p. 7.

²⁸ Se desarrolla en punto 4.1

3. Contratos y eficiencia

3.1 La Eficiencia Buscada

Cuando se afirma que se pretenden contratos más eficientes, es absolutamente necesario precisar al respecto, dado que la eficiencia puede ser entendida como una noción demasiado general. Es correcto afirmar que la eficiencia tiene muchas acepciones en el lenguaje aunque todas remiten a un concepto común sobre el ejercicio adecuado de una función.

En cuanto al análisis económico del derecho, se suele referir a la eficiencia en sentido distributivo, es decir, como una forma de asignar recursos. En este mismo sentido se han desarrollado distintos modos de establecer la eficiencia, para comparar sistemas y distinguir cuál es más eficiente entre ellos. Una de las formas clásicas de definirla es en el sentido de Pareto. Aquí se mide la eficiencia como sistema en el que una forma distributiva genera que ninguno de sus individuos se encuentre peor y al menos uno se encuentre mejor, en relación a la distribución o el estado anterior. Se puede entender, que por tanto, el óptimo de Pareto supone que los bienes están asignados a su mejor empleo de modo que no es posible ya mejorar a nadie sin perjudicar a otro individuo²⁹.

A partir de esta concepción, es posible pensar el problema que nos aboca en clave de la eficiencia en términos de Pareto. La situación actual, como se refirió en la Sección II, conlleva un grave peligro para los países en vías de desarrollo a partir de su fragilidad macroeconómica. No obstante, dados los individuos definidos para esta situación - estado soberano, acreedores corrientes y *hold outs* - no es posible pensar una modificación cuya redistribución implique mejoras sin perjudicar al menos uno de estos individuos.

²⁹ Coleman, J. L. (1980). Efficiency, exchange, and auction: philosophic aspects of the economic approach to law. *Calif. L. Rev.*, 68, 221. p. 85.

A partir de este razonamiento es que se considera que el criterio de eficiencia en términos de Pareto es útil para comprender el criterio distributivo mas no para analizar propuestas en el caso objeto de este trabajo.

Por su parte, existe otro criterio para analizar la eficiencia en las modificaciones de contratos de deuda, el de *Kaldor Hicks*. La eficiencia en términos de *Kaldor Hicks* procura que las modificaciones introducidas impliquen mejoras para algunos individuos y permite, sí, que haya individuos perjudicados bajo la condicionalidad de que la pérdidas de estos últimos no sean superiores a las ganancias de los primeros. Es decir, en resumidas cuentas es posible afirmar que este criterio procura que se provea un resultado general positivo, en tanto que quienes queden en mejores condiciones pudieran incluso compensar a quienes empeoren, aunque no necesariamente vayan a hacerlo³⁰.

Ahora bien, este criterio se acerca a un posible mucho más cercano que la eficiencia en términos paretianos, ya que no precisamos aquí que nadie se vea perjudicado. En lo que respecta a deuda soberana, un contrato fallido que ante diferentes causas macroeconómicas se ve imposibilitado de reestructurar, acarrea pérdidas de excedente directas³¹ e indirectas³². Por su parte, los fondos que litigan no obtienen la totalidad de ese excedente perdido sino que un monto inferior bajo sentencia o arreglo extrajudicial³³ por lo que es posible inferir que excluyendo la actividad de estos fondos el excedente que se conserva es superior al que obtendrían estos últimos. En consecuencia, se establece una operación de resultado positivo y, ergo, eficiente en términos de Kaldor - Hicks.

Explicar la siguiente afirmación en modo gráfico puede contribuir para agregar claridad al concepto que se esboza. Existe en la teoría microeconómica una figura para explicar las interacciones de oferta y demanda que determinan, en un mercado perfecto, el precio de equilibrio para que los

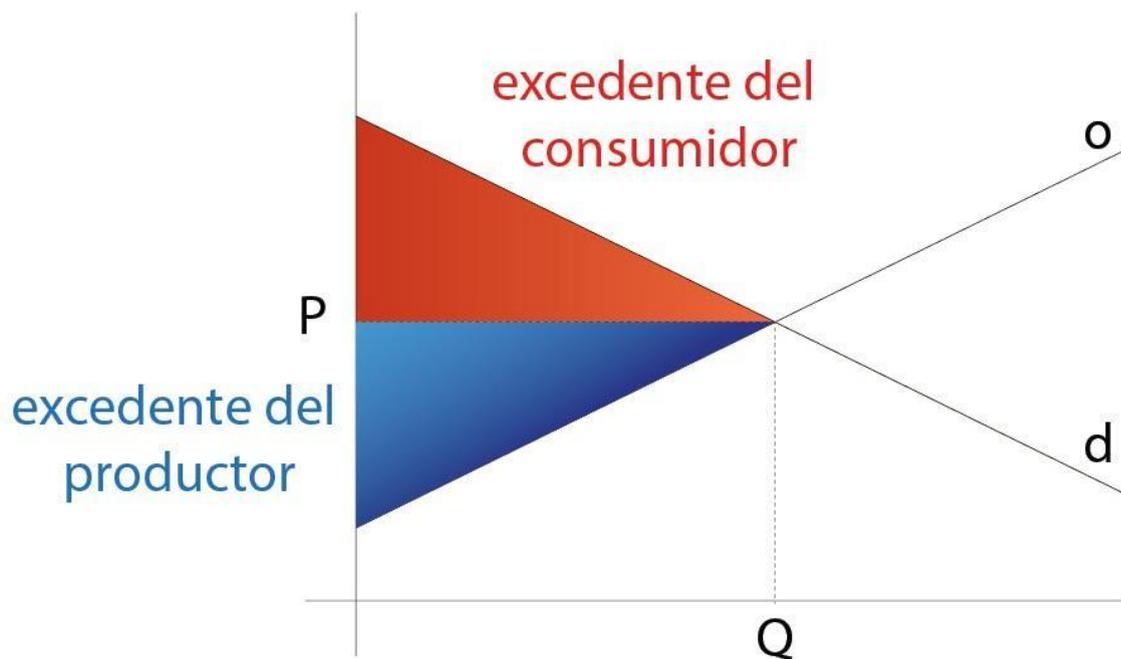
³⁰ Ibid.. p. 86

³¹ Borensztein, E., & Panizza, U. (2009). The costs of sovereign default. *IMF Staff Papers*, 56(4), 683-741.

³² Schumacher, J., Trebesch, C., & Enderlein, H. (2018). p. 48.

³³ Cruces, J. J. (2016). Una república sin buitres. *Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica (FCE)*, 2016. p. 89.

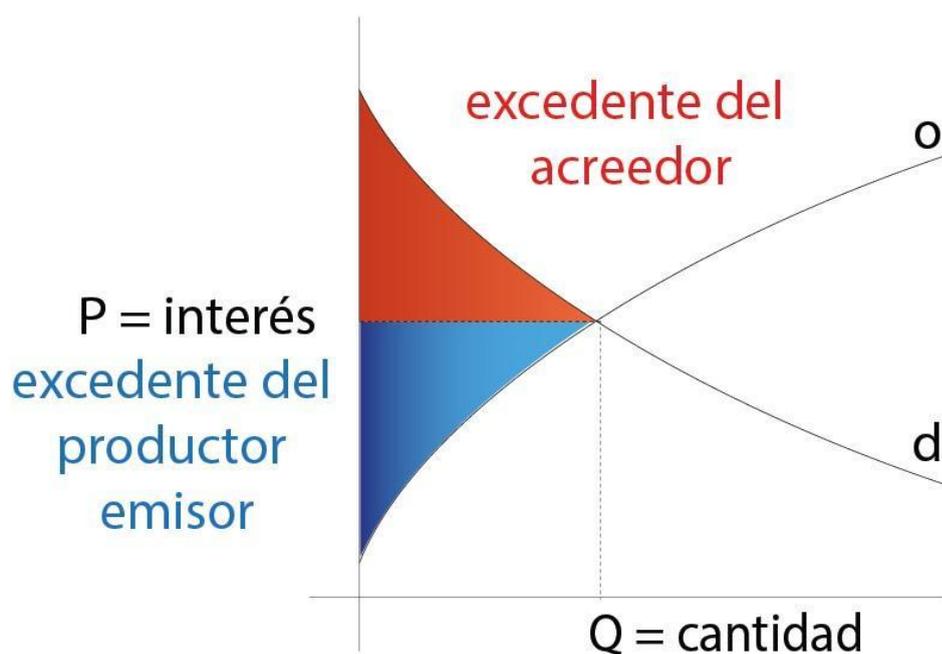
agentes económicos obtengan el mayor excedente posible en sus relaciones comerciales.



En la figura clásica se aprecia cómo un aumento del precio se corresponde con un descenso en el nivel de demanda, y viceversa. De esta manera, se establece también la existencia de un punto en el cual se habrá de conjugar el precio acorde demanda para la generación del mayor excedente posible - en un mercado perfecto -.

A su vez, existen ciertos fenómenos que alejan la realidad del modelo de mercado perfecto. Uno de los ejemplos más comunes es el monopolio, donde un agente económico es el único oferente de un bien o servicio por lo cual el equilibrio entre oferta y demanda que fija el precio se modifica reduciendo el excedente general, pero aumentando el excedente del productor, a la sazón, el monopolista.

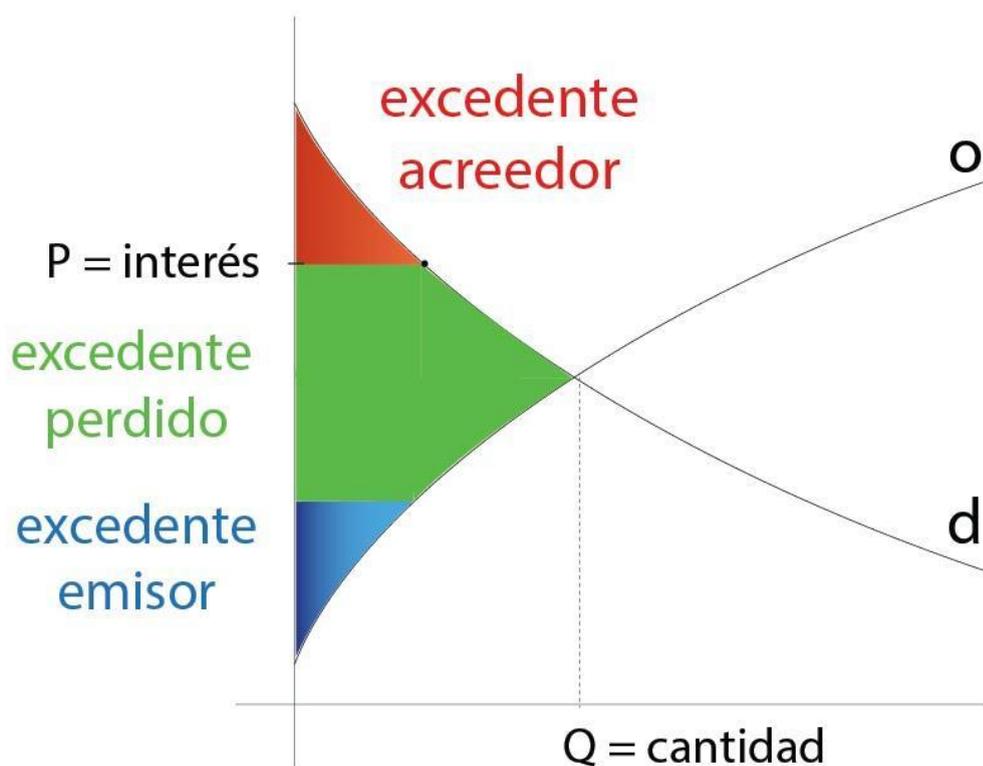
De acuerdo con este razonamiento es posible extrapolar el modelo del gráfico I a la situación de la emisión de deuda soberana. Se entiende que reemplazando al productor por emisor y a los consumidores por acreedores estamos frente a un modelo que también puede describir las relaciones de oferta y demanda de deuda soberana en un mercado perfecto.



A su vez, la idea que viene siendo desarrollada a través de este trabajo es que el mercado de deuda soberana dista de ser un mercado perfecto. Se ha descrito en puntos anteriores fallas de mercado varias, pero es preciso hacer foco en una circunstancia particular, que es la de los litigios de acreedores *holdouts*. Estos litigios bloquean el acceso de países emisores a crédito internacional³⁴, dado que generan que los países con litigios pendientes deban pedir prestado a tasas considerablemente más altas, lo que hace también

³⁴ Por ejemplo, el Estado argentino debió pagar el reclamo de los holdouts en 2016 para poder volver a acceder a los mercados internacionales. Ver "El Gobierno les pagó US\$ 9300 millones a los fondos buitres y dejó atrás el default" Diario La Nación, 23 de abril de 2016. Disponible en <https://www.lanacion.com.ar/economia/el-gobierno-les-pago-us-9300-millones-a-los-fondos-buitre-y-dejo-atras-el-default-nid1892068>

disminuir la cantidad de crédito que puede ser adquirido, en caso de que el negocio decidiera ser realizado.



Es importante remarcar que resulta imposible determinar el excedente de los *holdouts*, dado que los acuerdos suelen ser clasificados y no existen incentivos para que sean develados³⁵³⁶. Sin embargo, sí es posible afirmar que la actividad de los *holdouts* produce pérdidas de excedente general. por lo que su exclusión habría de resultar eficiente en términos de Kaldor Hicks.

³⁵ Cruces, J. J. (2016).

³⁶ En el caso argentino. los acuerdos de 2016 fueron públicos, dado que entraron al Congreso en trámite parlamentario.

4. Elementos contractuales

4.1 Cláusulas de Acción Colectiva

Las cláusulas de acción colectiva son un instrumento que permite a una mayoría calificada de acreedores modificar características del bono, como sus términos de pago, incluyendo en cuanto al plazo, monto, moneda o tasa de interés³⁷. De este modo, incluidas en el contrato de emisión, contemplan la posibilidad de modificar las condiciones originales del contrato. Es decir, proveen una forma preestablecida de ejecutar un cramdown³⁸ contractual³⁹.

Lo cierto es que las cláusulas de acción colectiva no resultan una novedad en cuanto a su existencia, pero sí en cuanto a su implementación. Existieron una serie de situaciones sucedidas en forma aleatoria que determinaron el hecho de que los bonos soberanos emitidos bajo la ley del estado de Nueva York no contaran con cláusulas de acción colectiva. Exactamente lo contrario a lo sucedido con los bonos bajo jurisdicción del Reino Unido.

Por el lado del Reino Unido, la investigación de Buchheit & Gulati⁴⁰ relata cómo a partir de la segunda mitad del siglo XIX se consideró que una estructura legal rígida terminaba por desfavorecer el interés general, incluido el propio de los bonistas. De esta manera, problemas financieros temporarios o de liquidez acababan por llevar a la quiebra a firmas que con una estructura más laxa hubieran podido sobrevivir y hacer frente a sus obligaciones crediticias. Esta situación objetiva fue percibida como desfavorable al interés

³⁷ Ibid. p. 92.

³⁸ La utilización del término cramdown responde al instituto del derecho concursal por el que una mayoría de acreedores acepta una oferta imponiendo los términos de la misma a la minoría. Se hace la salvedad en relación a que en el derecho concursal argentino también se conoce como cramdown al procedimiento de salvataje del artículo 48 de la ley de concursos y quiebras argentina.

³⁹ Buchheit, L. C., & Gultai, G. M. (2002). Sovereign bonds and the collective will. *Emory LJ*, 51, 1317.

⁴⁰ Ibid, p. 1324

económico general y se volvió también desfavorable para los intereses de la mayoría de los tenedores de bonos. El hecho fue generando que acreedores *holdouts* de ese entonces pudieran obtener condiciones favorables ante la amenaza de que la compañía fuera disuelta. A partir de allí se empezaron a implementar *majority action clauses* en la emisión de bonos corporativos, a los fines de habilitar a una mayoría calificada de bonistas votar modificaciones en los términos de los bonos, de manera que una vez votadas estas pudieran resultar vinculantes para el total de los bonistas. A partir de ese entonces⁴¹ fue que se extendió el uso de este tipo cláusulas en el Reino Unido.

Por su parte, no es el mismo el recorrido de las cláusulas de acción colectiva en la historia jurídica de los Estados Unidos de América. Un escenario jurídico similar tenía lugar hasta que en el año 1934 se promulgó la ley de quiebras,⁴² y estableció procedimientos de reorganización de deuda corporativa a fin de poder proteger a las compañías de la disolución. Sin embargo, el hecho de que se pudiera perjudicar a los acreedores minoritarios de buena fe mediante mayorías fraudulentas resultaba una preocupación para la Comisión de Bolsa y Valores⁴³. En consecuencia, y a propuesta de esta última, el congreso votó en 1939 la modificación de la *Trust Indenture Act*⁴⁴ prohibiendo cualquier reducción en los montos de deuda de bonos sin el consentimiento unánime de los bonistas. A partir de aquí habría de surgir la diferencia entre los bonos corporativos según la jurisdicción de Estados Unidos o Reino Unido al respecto de las cláusulas de acción colectiva, que tiempo después tendría un efecto indeseado en los bonos soberanos.

A partir de la securitización de los créditos de Estados soberanos y el desarrollo del mercado en cuestión, las principales plazas de colocación tomaron los contratos de colocación de bonos corporativos como plantilla para esta nuevas emisiones. Como hemos detallado, en el Reino Unido no resultó una mayor dificultad. Sin embargo, la prohibición de modificar los términos

⁴¹ Buchheit y Gulati (op. cit. 2004) explican a Francis B. Palmer, el abogado de la matrícula inglesa, como quien diseñó la cláusula y aseguran al año 1879 como el del nacimiento de la misma para “salvar a la mayoría de la tiranía de la minoría”.

⁴² Ibid. p. 1326

⁴³ Security Exchange Commission

⁴⁴ Trust Indenture Act of 1939, ch. 411, 53 Stat. 1172 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77ppp (2000)).

originales del contrato a no ser por unanimidad de la ley corporativa estadounidense fue arrastrada al caso de los soberanos para esa misma jurisdicción.

4.1.1 Las Cláusulas de Acción Colectiva ante una mirada desde el Análisis Económico del Derecho

_____Ranieri enuncia que el hecho de no contar con alguna clase de procedimiento colectivo como las cláusulas de acción colectiva, le otorga a cada bonista un derecho de veto que genera incentivos para no aceptar los términos de reestructuración y optar por litigar⁴⁵. A su vez, explica cómo el hecho de una deuda en múltiples jurisdicciones y heterogeneidad de acreedores implica mayores dificultades de coordinación⁴⁶, lo cual en términos de Coase⁴⁷ es sabido que implica una distribución menos eficiente de derechos. Además, Ranieri sostiene que la propia incertidumbre y la falta de una solución definitiva generan externalidades negativas tanto para el deudor como para los acreedores⁴⁸.

A partir de este escenario, se puede inferir que los efectos de incorporar cláusulas de acción colectiva en contratos de deuda soberana deberían ofrecer soluciones a estos problemas y generar una distribución de derechos más eficiente.

Ahora bien, sería oportuno preguntarse de qué manera generan las cláusulas de acción colectiva una estructura contractual más eficiente. En primer lugar se destaca que, desde el punto de vista del análisis económico del derecho, un contrato debe tener por finalidad el hecho de permitir que juegos con soluciones no cooperativas, se transformen en juegos con soluciones cooperativas⁴⁹.

A partir de este postulado, entendemos que las CAC's⁵⁰ pueden contribuir en distintas formas. En virtud de que las propias cláusulas

⁴⁵ Ranieri, A. M. (2015). p. 265

⁴⁶ Ibid. p.266

⁴⁷ Coase, R. H. (1960).

⁴⁸ Este tema fue tratado en el punto 2.2.3

⁴⁹ Cooter, Robert y Ulen, Thomas, Derecho y Economía, 1ª edición en español, 1ª reimpresión, México D.F., Fondo de Cultura Económica, 1998, pp. 241-287

⁵⁰ Cláusulas de Acción Colectiva o Collective Action Clauses

contemplan un mecanismo de votación entre los bonistas, consecuentemente se produce una reducción de los costos de coordinación. Se sostiene la afirmación en cuanto a que los acreedores obtienen una forma sencilla de comunicarse y sentar posición sobre las propuestas del deudor: su propio voto. Como es sabido, menores costos de coordinación conllevan una asignación más eficiente de derechos.

A la vez, el voto permite una información certera - ex post - para cada acreedor sobre lo que el resto de los acreedores pretende del acuerdo, en tanto define de manera inequívoca si está dispuesto a rechazar o aceptar la propuesta del deudor. De igual forma, le permite conocer al deudor la situación exacta de los acreedores frente a la propuesta. A partir de esta circunstancia, también se puede afirmar que este mecanismo ayuda a reducir asimetrías de información.

Por otro lado, también se destaca cómo el mecanismo de funcionamiento de las CAC's acerca las partes a un óptimo. Se advierte de la siguiente manera: el hecho de que una mayoría calificada pueda modificar los términos contractuales de modo vinculante contribuye a un acuerdo más eficiente. Esto se explica a partir de que si los términos de un contrato de deuda vuelta insostenible se negociaran de forma individual y secreta con cada acreedor en forma separada, se obtendría una multiplicidad de acuerdos según la capacidad de negociación de cada individuo. La existencia de la mayoría vinculante, contribuye a que los acreedores tengan incentivos para compartir información y posiciones, dado que se necesitan los votos mayoritarios para cerrar un acuerdo. Es decir, aquel acreedor que se pudiera encontrar en una situación más beneficiosa - ya fuera por información o peso específico - no puede obtener ese acuerdo beneficioso en forma individual sino que sus incentivos lo direccionan a llevar su posición hacia el resto de los acreedores. De esta forma, acreedores con menor capacidad de presión que en un hipotético acuerdo individual hubieran obtenido condiciones más desfavorables, podrían en cambio llegar a resultados más beneficiosos. A su vez, acreedores con mayor capacidad de presión que hubieran tenido un acuerdo sumamente beneficioso, deberán conformarse, en cambio, con una modificación en los términos del contrato que pueda extenderse a la totalidad de sus pares. Esto

dado que al extenderse el acuerdo entre todos los acreedores, no debe ser demasiado concesivo para que sea replicable. También puede existir un grupo de acreedores que no tenga incentivos para modificar los términos del contrato, que en ese caso serán compelidos hacia los términos votados por la mayoría calificada. Sin embargo, en ese supuesto, los términos deberán ser lo suficientemente beneficiosos para que efectivamente exista la mayoría dispuesta a votarlos.

De este modo, podemos afirmar que el mecanismo de las CAC's tiende a promover un acuerdo en los términos más beneficiosos para acreedores en la medida que pueda ser aplicado para la totalidad de los mismos. En tanto, se puede sostener que acerca el resultado del acuerdo más cercano al óptimo, especialmente frente a la alternativa de ausencia de estas mismas cláusulas.

Por último, vale decir que en este apartado se comenzó subrayando que las CAC's tienden a contribuir a la eficiencia de los contratos. En ese sentido, se remarca que a través de la dinámica expuesta podemos tomar esta afirmación en tanto evaluemos la eficiencia en términos de Kaldor Hicks y no a través de un enfoque de Pareto. Es decir, se entiende que a través de la utilización de las CAC's no es posible sostener que el mecanismo descrito no empeore la situación de al menos uno de los jugadores involucrados. De hecho, los acreedores que en el sistema anterior a las CAC's permanecen fuera de la reestructuración a fin de luego demandar por el total del crédito serían inmediatamente perjudicados ante su implementación. No obstante, se debe tener en cuenta que las CAC's habrían de producir un beneficio para los Estados y los acreedores ordinarios. Lo cual importa un resultado de excedente general positivo, por lo es posible afirmar que resulta una variable más eficiente analizado en términos de Kaldor Hicks, en tanto procura un resultado general positivo⁵¹.

⁵¹ Coleman, J. L. (1980). p. 85.

4.1.2 Distintas clases de cláusula de acción colectiva

Con anterioridad se describió a las CAC's como un instrumento contractual que permite a una mayoría calificada de acreedores modificar características del bono. No obstante, dentro de una definición general se encuentran distintos modos de implementación que permiten realizar una diferenciación entre ellas. Así, no resulta lo mismo un modelo que otro, dado que no siempre se obtienen resultados similares en su utilización.

Cláusulas de Acción Colectiva Bono por Bono

Estas cláusulas son aquellas que permiten a una supermayoría de acreedores, dentro de un mismo bono, realizar un acuerdo con el soberano que vincule al resto de los acreedores por fuera de esa supermayoría a los términos financieros de la reestructuración⁵².

Esta clase de CAC's tienen como desventaja el hecho de que no siempre resultan suficientes para resolver el problema de la sostenibilidad de la deuda, a partir de que estas cláusulas comprenden una sola serie de bonos⁵³ y las deudas suelen estar compuesta por más de una serie de estos instrumentos financieros. De este modo, para ciertos acreedores *holdout* resulta posible adquirir la cantidad de bonos de una serie suficiente como para bloquear las mayorías necesarias para arribar a un acuerdo.

Cláusulas de Acción Colectiva Agregadas

Las cláusulas de acción colectiva agregadas son aquellas que aplican la supermayoría a través de un determinado conjunto de instrumentos de deuda⁵⁴.

⁵² Fang, C., Schumacher, J., & Trebesch, C. (2018). Do Collective Action Clauses Work? Evidence from Sovereign Bond Restructurings. *Kiel Institute*. p. 16

⁵³ IMF. (June 6, 2002). Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts -- Encouraging Greater Use, [Hereinafter IMF, Collective Action Clauses]. p.15

⁵⁴ Alfaro, L. (2015). *Sovereign debt restructuring: Evaluating the impact of the Argentina ruling*. *Harv. Bus. L. Rev.*, 5, 47. p. 10

Es decir, el volumen de votantes para modificar alguna de las condiciones originales del instrumento surge transversalmente de una serie de bonos. Algunas de las críticas a este sistema surgen de la posibilidad de diferencias de intereses entre acreedores a partir de situaciones como distintos vencimientos de los bonos comprendidos. A partir de ello, preocupa que el deudor pueda manipular la votación ofreciendo condiciones que resulten atractivas para algunos acreedores a la vez que perjudiciales para otros⁵⁵.

A su vez, es posible identificar subgéneros de esta clase de instrumentos como CAC's "Two-Limb"⁵⁶, las cuales requieren que haya un consenso mínimo del 50% en cada bono y un consenso general del 75% en toda la serie para modificar los términos de deuda.

Cláusulas de Acción Colectiva por mayoría

Estas cláusulas de acción colectiva son aquellas que prevén una supermayoría agregada a lo largo de todas las series para reestructurar el total del stock de deuda sin detenerse en la existencia de apoyo, cualquiera sea el nivel, en cada uno de los instrumentos involucrados⁵⁷. A su vez, en ciertos instrumentos este tipo de cláusulas permiten a la mayoría calificada limitar la capacidad de la minoría para acelerar sus reclamos luego de un default⁵⁸.

Algunas críticas respecto de las Cláusulas de Acción Colectiva

Dentro de la literatura académica de la deuda soberana se pueden encontrar críticas al uso de cláusulas de acción colectiva en estos contratos, especialmente dirigidas al respecto de su efectividad. En ese sentido, existe bibliografía que esboza críticas desde diferentes puntos de vista.

⁵⁵ Ibid. p. 10

⁵⁶ Fang, C., Schumacher, J., & Trebesch, C. (2018). p. 16

⁵⁷ Ibid. p. 16

⁵⁸ Alfaro, L. (2015). p. 10

Ghosal y Miller⁵⁹(2003) concluyen, a través de un modelo de juegos, que las soluciones de coordinación con acreedores como las CAC se enfrentan a una limitación de riesgo moral. Lo afirman desde que estiman que los deudores carecen de los incentivos necesarios para pagar. A partir de ello, los autores consideran como más conveniente un procedimiento similar a la quiebra para afrontar este tipo de problemas de solvencia en soberanos, en vez de la solución contractual propuesta por las CAC.

En similar sentido, Engelen y Lambsdorff⁶⁰ (2009) analizan la reestructuración argentina a partir de un modelo de juegos, y estiman que la inclusión de CACs en bonos defaulteados pudieron haber beneficiado a los acreedores *holdouts*. Los autores afirman que en una reestructuración se produce un juego entre el deudor y los acreedores, sobre cómo repartir el costo de la crisis financiera. En ese juego, el *trade off* del soberano, aprecian los autores, se encuentra entre realizar la oferta más baja posible, en tanto siga asegurando obtener las mayorías necesarias para la reestructuración. Los autores concluyen que los elementos contractuales, como las cláusulas de acción colectiva, son beneficiosos para el deudor, pero pueden a su vez, por este mismo motivo, favorecer la aparición de *holdouts*. A su vez, valdría la pena preguntarse si la hipótesis planteada seguiría teniendo lugar en caso de combinar un *consent solicitation* con una oferta de canje de bonos que proceda independientemente de la obtención de mayorías. En ese supuesto se habría de generar un esquema de umbrales mínimos de participación, cómo el observado en las reestructuraciones de Ecuador y Argentina durante el 2020.

Pitchford y Wright⁶¹ (2011) desarrollaron un modelo de negociación en contexto de debilidad contractual que refleja las fallas clave de los procesos de renegociación de deuda soberana. Respecto de las cláusulas de acción colectiva concluyen que poseen dos grandes inconvenientes: incentivos para demorar un arreglo con el soberano a fin de ser free riders de acuerdos previos

⁵⁹ Ghosal, S., & Miller, M. (2003). *Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures**. *The Economic Journal*, 113(487), 276–304.

⁶⁰ Engelen, C., & Lambsdorff, J. G. (2009). *Hares and stags in Argentinean debt restructuring*. *Journal of International Economics*, 78(1), 141–148.

⁶¹ Pitchford, R., & Wright, M. L. J. (2011). *Holdouts in Sovereign Debt Restructuring: A Theory of Negotiation in a Weak Contractual Environment*. *The Review of Economic Studies*, 79(2), 812–837.

de otros bonistas y para no negociar acuerdos que caigan con otros posteriores.

Por otro lado, Bi et al.⁶² sugieren que las CAC son un método efectivo para prevenir la conducta de los acreedores *holdout*. En ese sentido desarrollan un propio modelo y concluyen que muchos de los problemas atribuidos a las CAC pueden ser fácilmente resueltos. Por ejemplo, atando la oferta de reestructuración a un mínimo de acreedores, explican, se podría salir del equilibrio negativo de incentivos que desarrollaron los modelos anteriormente descritos.

Consideraciones desde una perspectiva empírica

Desde la academia, si bien en forma exigua en relación a los desarrollos teóricos, también se ha estudiado el fenómeno de las CAC a partir de sus efectos concretos en renegociaciones de deuda soberana. Uno de los principales inconvenientes es la falta de información disponible sobre los procesos de reestructuración⁶³.

No obstante, los estudios existentes pueden brindar una noción que sirva de ayuda para obtener algunas conclusiones. Fang, Schumacher y Trebesch⁶⁴ codificaron y analizaron 418 instrumentos en 23 renegociaciones de deuda soberana con acreedores externos de bonos desde 1994, cuando Panamá se convirtió en el primer país en defaultear bonos soberanos en su era moderna. Los autores concluyen que el tamaño de las pérdidas de los inversores son el factor determinante para predecir la presencia de *holdouts*, especialmente en aquellos bonos con jurisdicción extranjera, donde el enforcement es superior. En ese sentido, los autores también procuraron demostrar que las CAC's estandarizadas con votación serie por serie no resultan suficiente para asegurar la participación en procesos de negociación

⁶² Zettelmeyer, M. J., Chamon, M. M., & Bi, R. (2011). *The problem that wasn't: coordination failures in sovereign debt restructurings* (No. 11-265). International Monetary Fund.

⁶³ Cruces J.J. (2016)

⁶⁴ Fang, C., Schumacher, J., & Trebesch, C. (2016)

colectiva. A partir de ello, consideran que solo las CAC agregadas como las “Two Limb” pueden ayudar a lograr una participación mayoritaria.

4.2 Redesignación, “Pacman” y otros nuevos equilibrios.

En las recientes reestructuraciones acaecidas en el año 2020, particularmente en los casos de Ecuador y Argentina, se pusieron a prueba varias de las consideraciones teóricas sobre el funcionamiento de las cláusulas de acción colectiva. Ambos casos, pero en mayor profundidad el argentino, ofrecieron algunos pliegues más a la estructura contractual tal cual era conocida hasta estos procesos.

En el mes de abril del año 2020 la República Argentina se propuso reestructurar su deuda soberana en bonos, compuesta por ocho series de bonos de 2005, por tanto sin las denominadas ICMA CACs de 2014, y diecisiete series de bonos del año 2016 emitidas con las ICMA CACs. El gobierno argentino ofreció usar el procedimiento de *dual limb aggregation* para ambos grupos de series⁶⁵.

Si bien hasta este punto de la descripción se detalla un canje de deuda ordinario como los sucedidos desde el año 2015 bajo las cláusulas de acción colectiva de ICMA, aquí se incorporan dos elementos que resultaron disruptivos que deben ser tenidos en cuenta.

En primer lugar, la Argentina incluyó en su nuevo bono ofrecido a los acreedores una cláusula que le otorgaba la facultad de redefinir el universo de bonos a considerar para conformar las mayorías necesarias de las cláusulas de acción colectiva *dual limb*⁶⁶. Es decir, el deudor estaría facultado para una vez obtenida la respuesta a su oferta, diagramar los grupos de bonistas de forma tal que se formen las mayorías que las cláusulas requieren para su activación.

⁶⁵ En el caso de las series del año 2005, al aceptar los acreedores los nuevos bonos ofrecidos se habrían de modificar las condiciones de los viejos a través de la cláusula de *dual limb aggregation*.

⁶⁶ De la Cruz, A., & Lagos, I. (2020). CACs at Work: What Next?. *Available at SSRN*. p. 8

Este instituto fue también añadido por Ecuador en su proceso de reestructuración del mismo año 2020⁶⁷.

En un orden posterior, a la llamada cláusula de redesignación se le sumó lo que se ha denominado como estrategia *pacman*. Esta última consiste en el uso secuencial de los métodos de agregación permitidos por el contrato de emisión - en el caso argentino, los bonos de las series emitidas en 2016 con las mencionadas ICMA CACs -. En este sentido, la Argentina no tenía limitación alguna, bajo los términos de los bonos emitidos, para una vez ejecutada la cláusula *dual limb*, lanzar un nuevo ofrecimiento *single limb*. Esta facultad, en combinación con la redesignación descrita anteriormente, permite al deudor armar un ofrecimiento que combine los nuevos bonos resultantes de la aceptación de la oferta *dual limb* con series de bonos que hayan quedado por fuera de ella. De esta forma, con una mejora marginal a los bonos nuevos podría arrastrar tras la mayoría obtenida a quienes originalmente declinaron la oferta, cual si fuera “comiendo” los bonos que quedaron afuera del canje como en el video juego que da nombre al mecanismo.

Ahora bien, desde la perspectiva del análisis económico del derecho, es interesante analizar algunos de los efectos generados por esta estrategia y su incidencia en la estructura de incentivos originalmente construida por el contrato de deuda.

Se ha analizado de qué manera, la incorporación de cláusulas de acción colectiva en un contrato de deuda soberana generan efectos inmediatos respecto de la estructura de incentivos con la que cuentan los agentes intervinientes⁶⁸. En ese sentido, el mecanismo de redesignación y la estrategia *pacman* vuelven a reconfigurar el panorama de los jugadores ante una reestructuración. Por un lado, brinda al deudor una posición más ventajosa porque le otorga la facultad de intervenir en el proceso de una forma mucho más activa que la originalmente prevista. Por el lado del acreedor, debilita su posición en cuanto a que reduce su injerencia, especialmente en aspectos claves como la capacidad de negociación, porque minimiza la posibilidad de

⁶⁷ Ibid. p. 10

⁶⁸ Ver punto 4.1

bloquear la formación de una mayoría. A su vez, inclina la balanza en favor del deudor frente al problema de la incertidumbre al no contar las partes con información completa respecto de las tenencias bono por bono ex ante.

En el punto 4.1 se realizó hincapié sobre el beneficio para los acreedores pequeños en cuanto a que obtienen un mejor acuerdo a partir de la capacidad de negociación de los acreedores con mayor poder. Una consecuencia esperable es que este suceso se habría de ver reducido, dado que es esperable que a partir de esta herramienta el punto de acuerdo se traslade a un valor más cercano al pretendido por el deudor. No obstante, para que el presupuesto se dé, debería haber una oferta lo suficientemente atractiva como para que se genere consenso entre una masa de acreedores suficiente como para posibilitar el desarrollo de este mecanismo. En ese sentido, se explica cómo el uso de estas herramientas inclina la balanza a favor del acreedor pero no desnaturaliza la mecánica habitual de todos estos procedimientos de reestructuración.

A la vez, también se sucede un fenómeno interesante desde el punto de vista del comportamiento estratégico. Incluso sin poner en funcionamiento las cláusulas, como fueron los casos argentino y ecuatoriano, la sola posibilidad de su uso genera efectos en la relación entre el deudor y el acreedor. Es decir, su uso no se ha visto en acción en los casos de las últimas reestructuraciones pero sí ha tenido efectos tangibles. También cabría preguntarse por qué, entonces, si estos mecanismos son favorables al deudor no han sido utilizados. La lógica de estos procedimientos indica que el acreedor también tiene una herramienta que en ese caso podría utilizar: el litigio. La mayor probabilidad redundante en que estos mecanismos no hayan sido usados - ni vayan a serlo⁶⁹ - dado que habilitarían al acreedor a patear el tablero yendo a reclamar a los tribunales por esta interpretación contractual⁷⁰. Ese es un supuesto que no conviene a ninguna de las partes que se encuentran negociando de buena fe, pero posible en el juego como ha sido establecido.

⁶⁹ Walker, M., & Chong, A. (2020). Collective Action Clauses Reexamined: Thank You Argentina. Available at SSRN 3666495. p.5

⁷⁰ En la reestructuración Argentina del 2020 sí fue usada la redesignación bajo el indenture 2005, pero al quedar dos series fuera del acuerdo no estaba disponible para el deudor la opción de la estrategia pacman.

4.3 Cláusula Pari Passu

La cláusula *pari passu* es una constante en los instrumentos de deuda que, si bien por muchos años no despertó mayores polémicas, en la época reciente ha generado grandes controversias respecto de su interpretación. Se propone como objetivo aquí poder revisar su desarrollo y entender sus efectos en el esquema de incentivos entre acreedores y soberanos.

Pari passu es una expresión proveniente del latín, cuyo significado se puede traducir como “en igual orden” o “igualdad de condiciones”. Esta expresión tiene por finalidad evitar que el deudor incurra en obligaciones que resulten prioritarias en el pago⁷¹. Es decir, garantizar al acreedor que la situación crediticia en la que se encuentra no sea modificada *a posteriori* por instrumentos con mayor rango, de forma que se conserve la igualdad.

A decir verdad, cláusulas de este estilo no son frecuentes en contratos de crédito dentro de la propia jurisdicción de Estados Unidos de América dado que su ley no permite la subordinación involuntaria de créditos, por lo tanto, deviene innecesario el establecer una cláusula que prohíba una acción que de todas formas no podría ser realizada sin consentimiento del acreedor.⁷² Sin embargo, sí se explica su existencia a partir de instrumentos de crédito *cross border*, que justifiquen a los acreedores asegurarse el rango igualitario de sus acreencias también en otras jurisdicciones. A su vez, el trabajo de investigación sobre esta cláusula de Buchheit y Pam da cuenta de diferentes versiones sobre su origen.⁷³ Por un lado se habla de una intención de los acreedores de prevenir el denominado *earmaking*, es decir, que informalmente se destinen activos al pago de acreedores específicos. Por otro lado, los autores lo mencionan también como una posible herencia de instrumentos de deuda corporativos *cross border* que a modo de plantilla permaneció en los instrumentos de deuda soberana. Lo cierto es que a pesar de las diferentes interpretaciones sobre su origen, la cláusula se ha encontrado presente a forma

⁷¹ Buchheit, L. C., & Pam, J. S. (2004). The *pari passu* clause in sovereign debt instruments. *Emory LJ*, 53, 869. p. 872

⁷² *Ibid.* p. 874

⁷³ Buchheit & Pam (2004). p. 875

de plantilla en la redacción de contratos de deuda soberana por décadas sin despertar mayores controversias.

Sin embargo, dos antecedentes pusieron en jaque la interpretación habitual de la cláusula y abrieron polémica respecto de su significado e implicancia en los contratos de deuda soberana.

Elliot v. Perú

El fondo de cobertura de riesgo con base en Nueva York Elliot Associates L.P. adquirió deuda garantizada del banco nacional de Perú emitida en 1983 con grandes descuentos antes de su acuerdo Brady de 1996 y después reclamó por el total de la deuda, lo que el estado peruano se negó a pagar y disparó el litigio.⁷⁴ La estrategia del fondo de cobertura para obtener el pago consistió en presionar al soberano mediante el bloqueo del pago de los bonos que sí fueron reestructurados. A ese fin presentó en la jurisdicción de Nueva York su posición sobre una novedosa interpretación de la cláusula *pari passu*, según la cual requería el pago prorrateable a todos sus acreedores en forma proporcional. Para sustentar este argumento se presentó ante el tribunal una declaración jurada del profesor de la Universidad de Nueva York Andreas F. Lowenfeld en la cual explicaba su posición a favor de esta interpretación de la cláusula y usaba la analogía de “Tom, Dick y Harry”⁷⁵. Esta última consiste en un escenario en el que un deudor mantiene compromisos crediticios con Tom, Dick y Harry y carece de capital suficiente para pagarlos en su totalidad. En ese caso, el hecho de que las obligaciones ranqueen *pari passu* implica que este no pueda pagarles a Tom y Dick la totalidad de sus créditos y destinar lo restante para Harry. Por el contrario debe pagar en forma prorrateable a los tres la cantidad de capital que tuviera disponible.

A partir de esta premisa, el tribunal de Nueva York dictó en junio del 2000 una sentencia a favor del fondo Elliot por 57 millones de dólares, quien basado en ese fallo obtuvo órdenes judiciales contra activos peruanos en

⁷⁴ Panizza, Sturzenegger & Zettelmeyer (2009). .657

⁷⁵ Buchheit & Pam (2004). p. 877

Estados Unidos y Europa interfiriendo con el pago de sus Brady reestructurados.⁷⁶

El caso de la República Argentina

No obstante, los años siguientes esta interpretación falaz de la cláusula fue dejada de lado. En ese sentido son claras las conclusiones de Buchheit y Pam⁷⁷ en cuanto dan cuenta que la misma nunca implicó pagos prorrateables entre todos los acreedores ni brinda soporte legal a ningún acreedor para interceptar pagos.

Así, de hecho, dan testimonio los casos subsiguientes ante las principales jurisdicciones en materia de deuda, como LNC v. Nicaragua o Kensington v. Republic of Congo⁷⁸.

Sin embargo, la polémica tuvo un nuevo episodio a partir del caso de la República Argentina. A partir del año 2005 Argentina comenzó el proceso de reestructuración de su deuda. El 10 de febrero de ese mismo año promulgó la ley 26.017, también conocida como “ley cerrojo”⁷⁹. Esta misma estipula la prohibición de reabrir el canje de deuda en su artículo 2° y de realizar transacción alguna respecto de los bonos que no entraron en la reestructuración en su artículo 3°. Así fue pensada como una forma de presionar a los bonistas que no ingresaron en la mencionada reestructuración. De esta manera, se dio a entender a los *holdout* que no habrían de percibir cobro alguno a menos que ingresaran al canje. De hecho cuando efectivamente fue reabierto el canje en el año 2010, se mantuvieron vigentes las prohibiciones respecto de realizar transacciones con los holdouts.

En virtud de este escenario y ante las demandas de los acreedores, el Juez Federal de Distrito con competencia sobre el asunto, Thomas Griesa dictó

⁷⁶ Panizza, Sturzenegger & Zettelmeyer (2009). p.657

⁷⁷ Buchheit & Pam (2004). p. 917

⁷⁸ Panizza, Sturzenegger & Zettelmeyer (2009). p.658

⁷⁹ Ver La Nación, 09 de febrero de 2005.

<https://www.lanacion.com.ar/economia/diputados-aprobo-la-ley-cerrojo-nid678204>

sentencia en el año 2012 al respecto. En la misma estableció que la conducta argentina de pagar a los tenedores de bonos reestructurados sin hacer lo mismo con los holdouts sumada la promulgación de la ley cerrojo constituyeron una violación de la cláusula pari passu presente en los instrumentos de deuda argentinos⁸⁰.

Respecto de la sentencia, que luego fuera ratificada por la corte de apelaciones sin pronunciarse explícitamente sobre el fondo del asunto, es preciso realizar dos aclaraciones. En primer lugar, interpretar la sentencia del juez Griesa no como una vuelta al razonamiento en su momento esgrimido por el profesor Lowenfeld sino algo distinto. Esto en virtud de que el propio juez resalta en su fallo que no es el pago a los acreedores reestructurados y el no pago a los holdouts lo que constituye una afrenta a la cláusula pari passu sino la conjunción de esto último con la ley cerrojo⁸¹. En segundo lugar, desde la perspectiva de este trabajo es difícil interpretar la sentencia solamente con los elementos presentes en la misma, por lo que se considera preciso analizar qué elementos extra judiciales también pudieron haber ejercido peso en la decisión final del magistrado.

Un análisis de incentivos Pari Passu

Como ha sido descrito, la cláusula pari passu tuvo por fin evitar que se realicen subordinaciones entre acreedores sin el consentimiento de estos, lo cual en principio no presenta mayores dificultades y define incentivos claros. No obstante, el trabajo ha dado cuenta de ciertas complejidades que afectan el *status quo* de forma que los incentivos de los jugadores varían según las interpretaciones de la cláusula.

A partir del caso de Elliot v. Perú es posible advertir un quiebre en el esquema de incentivos inicial. En tanto no existe un marco legal internacional que regule con poder de ejecución la relaciones de deuda de estados soberanos, de la interacción entre los jugadores resultó un equilibrio entre los

⁸⁰ Buchheit, L. C. & De la Cruz, A. (2018). *The Pari Passu Fallacy -- Requiescat in Pace*. SSRN *Electronic Journal* . p. 2

⁸¹ Ibid. p. 3

incentivos de los soberanos para cumplir con sus obligaciones para poder acceder al financiamiento y el límite de las dificultades de cobro para acreedores con posiciones abusivas⁸². Ahora bien, una sentencia que habilite a los acreedores *holdouts* a interceptar los pagos a acreedores reestructurados destruye los incentivos de los acreedores para entrar en cualquier reestructuración pudiendo generar un verdadero caos en el mercado de deuda soberana⁸³. Esto se entiende a partir de que se constituye un juego en el cual los pagos por aceptar la reestructuración nunca son superiores que los de permanecer fuera y litigar⁸⁴. Es decir, entendiendo la situación de reestructuración de deuda como un “juego” en el uso de la teoría de los juegos, no ingresar en la reestructuración se constituye como una estrategia dominante. Una estrategia dominante es aquella que otorga al jugador un pago superior a cualquier otra independientemente de las estrategia adoptadas por los otros jugadores. A partir de este balance se elimina la posibilidad de obtener un juego con soluciones cooperativas para la reestructuración de los bonos.

Otra vez, el caso de la República Argentina

Como se ha detallado, la interpretación de la cláusula *pari passu* fue motivo de discusión nuevamente luego del fallo del juez Griesa en *NML Ltd. v. República Argentina*.

Sin embargo se ha explicitado respecto del consenso en cuanto a que no se trata de la vieja interpretación del caso *Elliot v. Perú* sino que la valoración aquí suma algunos otros factores. Tal así fue ratificado meses después por el Juez Víctor Marrero del mismo distrito sur de Nueva York en *Ajdler v. Province of Mendoza*, en cuanto manifestó que no concurrían medidas agravantes en la decisión de no realizar pagos a los acreedores *holdout*.⁸⁵ En este caso, las medidas agravantes a las que el magistrado se refiere son no solamente la ley cerrojo, sino las expresas declaraciones públicas del gobierno

⁸² Chodos, S. (2016). From the *Pari Passu* Discussion to the ‘Illegality’ of Making Payments. *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, 77-83. p.79

⁸³ Olivares-Caminal, R. (2013). The *pari passu* clause in sovereign debt instruments: developments in recent litigation. *BIS Paper*, (72u). p. 127

⁸⁴ En este escenario, como sucedió en ocasión del caso de *Elliot v. Perú* y el de *NML v. Argentina*, no se tiene en cuenta el efecto de las ahora existentes cláusulas de acción colectiva.

⁸⁵ Buchheit & De la Cruz (2018) p.4

argentino acerca de no pagar los bonos no reestructurados⁸⁶. Respecto de este último punto se sucede un fenómeno interesante. Desde el punto de vista de los incentivos en el esquema que se viene analizando resulta difícil encontrar una motivación racional para una conducta que perjudique al propio soberano. No obstante, sí es posible encontrar un pago cuando el esquema incluye el rédito político dentro del juego. No hace al objeto de este trabajo analizar un el resultado en cuanto a rédito político frente a la decisión contraria del tribunal de Nueva York pero sí es oportunos señalar dos conclusiones a este respecto.

En primer lugar, comprender que el fallo del Juez Griesa en NML Ltd. v. República Argentina se encuentra motivado por la operación de suma del no pago a holdouts, más la ley cerrojo, más las declaraciones públicas del gobierno argentino. Este último factor resulta incuantificable, a la vez que imprevisible para futuro casos dada la alta discrecionalidad que implica. En segundo orden, comprender que el juego contiene pagos muy complejos de identificar y cuantificar, lo que ciertamente establece un límite al alcance de las previsiones contractuales.

⁸⁶ Ibid. p. 4

Bonos Atados al Crecimiento

Los bonos atados al crecimiento o al PBI, conocidos en inglés como *GDP⁸⁷ indexed bonds*, son instrumentos contingentes cuyo retorno se encuentra atado a variables de crecimiento del soberano, como el producto bruto interno.

Si bien su uso no se encuentra extendido en los mercados de deuda actuales - son más corrientes en reestructuraciones que en emisiones originales⁸⁸- existen experiencias con instrumentos contingentes cuya implementación registra una larga tradición. El rey de España Felipe II tomó deuda atada a la fecha en que sus flotas con barcos cargados de plata volvieran de América⁸⁹. El Estado de Virginia emitió bonos cuyo rendimiento se encontraba atado al precio de tierra y esclavos en 1782⁹⁰ y los estados confederados vincularon sus bonos al valor del algodón en el año 1863⁹¹ al permitir que estos pudieran ser cambiados por el *commodity*.

Respecto del funcionamiento de los bonos en sí, estos procuran una tasa de retorno que, en vez de permanecer constante, varía según algún indicador específico como puede ser el PBI. El efecto de esta clase de instrumentos sobre los incentivos se puede juzgar como positivo, dado que estos pasarían a encontrarse alineados sobre un punto positivo para el bienestar general, como es el crecimiento del PBI. A su vez, autores sostienen que su implementación habría de suponer una ganancia de eficiencia, incluso en términos paretianos⁹², en cuanto que eliminarían costos relativos al *default* e incertidumbre. Esto se sostiene a partir de un razonamiento simple. La sostenibilidad de la deuda soberana se puede calcular a partir un *ratio* que

⁸⁷ Gross Domestic Product

⁸⁸ Guzman, M. (2017). p. 43

⁸⁹ Drelichman, M., & Voth, H.-J. (2011). *Lending to the Borrower from Hell: Debt and Default in the Age of Philip II**. *The Economic Journal*, 121(557), 1205–1227. p. 1212

⁹⁰ Borensztein, E., & Mauro, P. (2004). *The case for GDP-indexed bonds*. *Economic Policy*, 19(38), 166–216. p. 192.

⁹¹ Weidenmier, M. D. (2005). *Gunboats, reputation, and sovereign repayment: lessons from the Southern Confederacy*. *Journal of International Economics*, 66(2), 407–422. p.412

⁹² Barr, David and Bush, Oliver and Pienkowski, Alex, GDP-Linked Bonds and Sovereign Default (January 31, 2014). Bank of England Working Paper No. 484. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2388768> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2388768>

surge de coeficiente deuda sobre PBI. Cuando un estado experimenta un estancamiento o decrecimiento de su PBI comienza a tener problemas de sostenibilidad, dado que el denominador - el PBI - decrece; pero el numerador - la deuda - permanece constante. Esto genera que aun sin nueva deuda, la misma se expanda en relación al producto bruto interno y afecte la sostenibilidad. Por eso se puede afirmar que los bonos indexados al PBI tienen un efecto contracíclico positivo, dado que ante una contracción del PBI, la consecuente reducción de tasa habría de salvaguardar la sostenibilidad⁹³.⁹⁴ Los efectos de este fenómeno habrían de evitar los costos tanto de incurrir en defaults como de incertidumbre respecto del mismo. De ahí, Barr et al. concluyen que incluso aumentando las tasas para compensar a los tomadores de deuda por la asunción de riesgo, se obtendría un resultado pareto eficiente⁹⁵.

Por otro lado, también existen ciertos factores a considerar respecto de esta clase de instrumentos contingentes. En primer lugar, su aplicación gradual resulta dificultosa dado que existiendo deuda a tasas fijas, el efecto contracíclico de estos instrumentos habría de resultar inocuo.⁹⁶ A su vez, también enfrentan otros problemas como el costo que de por sí tendría armar un mercado de deuda indexada al PBI, el costo político para el soberano cuando deba pegar el resultado del crecimiento del PBI y el riesgo moral que implican los datos sobre crecimiento del PBI que administra el soberano. Este último punto se refiere específicamente al conflicto de incentivos que representa para el soberano, el hecho de confeccionar las mismas estadísticas a partir de las cuales se hubieran de computar los pagos a bonistas, en caso de tratarse de bonos atados al PBI. De la situación se puede afirmar que objetivamente representa un riesgo moral. En especial este mismo punto representó un problema para la República Argentina en los últimos años por lo

⁹³ Levy-Yeyati, Eduardo and Panizza, Ugo, The Elusive Costs of Sovereign Defaults (November 2006). IDB Working Paper No. 485. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1820058> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1820058>

Los autores encuentran que los defaults soberanos se encuentran precedidos por contracciones del PBI de estos mismos.

⁹⁴ Borensztein & Mauro(2004). p. 172.

⁹⁵ Barr et al. (2014) p. 30

⁹⁶ Borensztein & Mauro (2004). p. 172.

que debió enfrentar demandas de acreedores⁹⁷ luego de que incluyera en sus reestructuraciones ciertos bonos atados al crecimiento del PBI durante la década de los 2000 .

⁹⁷ Ver Bloomberg, 31 de octubre de 2019. Disponible en <https://news.bloomberglaw.com/securities-law/aurelius-files-159-million-suit-over-argentina-gdp-warrants-1>

Credit Default Swaps

Un credit default swap es un instrumento financiero cuyo significado se puede traducir como permuta de cubrimiento por incumplimiento crediticio. Funciona como un contrato bilateral en el que una de las partes paga una prima periódica y en contraprestación recibe un seguro ante el caso de un incumplimiento crediticio en el contrato original del cual este instrumento subyace.

Los CDS⁹⁸ surgen y luego se popularizan en los años 90' con el fin de cubrir el riesgo de las aseguradoras de compañías petroleras a partir de las indemnizaciones que se debieron desembolsar luego del derrame de petróleo de Exxon Valdez en 1989⁹⁹. Luego de ese período, a partir de su facilidad de negociación y escasa regulación, obtuvieron un rápido crecimiento en el mercado de derivados. A partir de ello estos instrumentos se expandieron en negocios como paquetes de referencia crediticia y bonos de deuda soberana con una aceleración suficiente como para representar un volumen de negociación superior al propio PBI¹⁰⁰ mundial¹⁰¹.

Los CDS incorporan beneficios en términos de eficiencia a partir de que permiten distribuir el riesgo entre quienes están preparados para tomarlo y transparentan la valuación del riesgo, lo cual reduce el costo total del capital para firmas¹⁰².

A su vez, esta introducción de eficiencia tiene por contracara los efectos que generan en los esquemas de incentivos en varias de las relaciones contractuales que hacen a los mercados. Esto se da en cuanto a que algunas de las características de este instrumento se prestan para operaciones con resultados negativos para el bienestar general.

En primer lugar, sucede que los CDS pueden ser operados tanto para cubrir riesgo como para especular con él, en tanto no necesariamente el

⁹⁸ Credit Default Swaps

⁹⁹ López, C. G. (2012). Los "Credit Default Swaps"(CDS): una aproximación a su régimen jurídico. *Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, (57), p. 4.

¹⁰⁰ Producto Bruto Interno

¹⁰¹ Ibid. p. 4.

¹⁰² Stulz, R. M. (2010). *Credit Default Swaps and the Credit Crisis. Journal of Economic Perspectives*, 24(1), p. 75.

tenedor de CDS debe estar cargado con el riesgo del contrato subyacente. Es decir, se pueden adquirir estos instrumentos sin estar expuesto a la operación original. En este caso, se denominan CDS descubiertos o *naked*¹⁰³. Estos derivados, a la vez, pueden exceder en cantidad y volumen los contratos originales a los que se encuentran vinculados. Por lo tanto, de una sola relación crediticia se pueden originar múltiples CDS, que al dispararse originen obligaciones de pago exponencialmente superiores al riesgo asegurado en un primer lugar. De esta forma, los CDS pueden representar un riesgo sistémico. A partir de esta dinámica es que la Unión Europea prohibió su compra en descubierto en referencia a deuda soberana de estados miembros en el Reglamento U.E. n° 236/2012 de su parlamento.

A su vez, los CDS son regulados por la *International Swaps and Derivatives Association*, conocida por sus siglas como ISDA, y creada a mediados de los años '80 a fines de estandarizar el vocabulario de los contratos de derivados financieros¹⁰⁴. Esta asociación es la que determina si el hecho denunciado por el tenedor de CDS como evento crediticio, a los fines del contrato constituye uno.

Funcionamiento de los SCDS

A los efectos del presente del trabajo, la clase de CDS que nos ocupa, es la de los *Sovereign Credit Default Swaps*, es decir, aquellos CDS cuyo subyacente consta de instrumentos soberanos, como los bonos de deuda.

El acreedor en posesión de un bono de un estado soberano, puede convenir con un tercero el contrato de permuta de incumplimiento crediticio o SCDS. En ese caso, pagará una prima periódica a cambio de recibir un pago en caso de que ocurra algún evento crediticio. En la forma original de estas transacciones, al producirse el evento crediticio que genera el pago, quien asegura el contrato paga el monto del mismo y el asegurado entrega el instrumento al pagador. No obstante, en el tiempo corriente la práctica más

¹⁰³ López, C. G. (2012). p.8.

¹⁰⁴ Gelpern, A., & Gulati, M. (2012). *CDS Zombies. European Business Organization Law Review*, 13(03), 347–390. p. 355.

usual es que se lleve a cabo un proceso de subasta con dicho instrumento¹⁰⁵. En cuanto el evento de incumplimiento crediticio se genera, el comprador de protección debe notificar al vendedor de la misma, aunque desde 2009 el comprador de protección puede remitir a ISDA, en el plazo de 60 días, la información pertinente para que el comité de determinación se expida sobre el evento en sí. En el caso que el comité determine que efectivamente ha ocurrido un evento de crédito, este notifica al mercado, lo cual tiene efecto vinculante. Esta última es la práctica más común¹⁰⁶.

Los CDS y su efecto en el esquema de incentivos

En un principio, la relación entre soberano y bonistas se establece en cuanto que el primero paga intereses y capital a los segundos, quienes pueden esperar a recuperar su inversión o vender los bonos al precio que el mercado esté dispuesto a pagar por ellos. Mientras el estado soberano tenga una situación financiera estable, el precio de los bonos cotizarán más cerca de la par y, por el contrario, el mismo irá a la baja si la situación financiera del soberano es endeble. Esta baja del precio implica un rendimiento mayor de los bonos, dado que surge de la relación entre un numerador, el monto invertido, y un denominador, el pago de intereses y capital. Es decir, dado que los intereses y capital son estables, una disminución del precio de los bonos implica un cambio en la relación entre numerador y denominador implicando una mayor rentabilidad respecto del monto invertido. Esto permite darle salida a los bonistas que no deseen tomar ese riesgo, y una oportunidad de entrada a los agentes preparados para tomarlo.

Ahora bien, en el caso en que la situación financiera del soberano se vea lo suficientemente deteriorada, podría prevenir los efectos de un default mediante una reestructuración de su deuda. En ese caso, las cláusulas de acción colectiva juegan un rol importante tanto en coordinación como eficiencia, tal lo descrito en el punto anterior de este trabajo. Por consiguiente, la relación costo beneficio entre afrontar un default para el soberano, aceptar una quita o

¹⁰⁵ Allen & Overy. 2011. "Sovereign State Restructurings and Credit Default Swaps." Global Law Intelligence Unit. October. p. 4.

¹⁰⁶ Ibid. p.7

espera para el bonista, debiera arrojar el resultado eficiente de una reestructuración llevada a cabo por agentes razonables. Sin embargo, es pertinente sumar otro factor a la ecuación: los Credit Default Swaps.

Se ha descrito la existencia de Credit Default Swaps ordinarios y descubiertos, y el riesgo sistémico que estos últimos implican. No obstante, a los fines de este trabajo resulta de interés el caso de los primeros, ya que sus tenedores son aquellos que efectivamente son parte en el contrato de deuda soberana. Los bonistas que adquieren Credit Default Swaps, sufren una modificación en su propio esquema de incentivos, por la cual el escenario de un default se presenta como menos perjudicial. Este suceso, a la vez, modifica el esquema de incentivos general.

El escenario se configura entonces con una masa heterogénea de acreedores, cubiertos con SCDS o no y que dada la existencia de los primeros no poseen incentivos para tener actitudes cooperativas entre sí¹⁰⁷. A su vez, también relaja los incentivos de monitoreo para los acreedores con CDS respecto del soberano¹⁰⁸.

La dinámica se desarrolla en este modo dado que la incorporación de CDS modifica el sistema de pagos, desde un punto de vista del comportamiento estratégico. Es decir, en un principio es posible asumir que todos los acreedores obtienen un mayor pago si la deuda es cumplida en su totalidad, u obteniendo el mejor trato posible de una reestructuración ordenada si el estado financiero del soberano no lo permite. Sin embargo, si algunos de los acreedores se encuentran cubiertos con CDS, su mayor pago no necesariamente se encuentra en la situación descrita sino que dependerá del nivel de cobertura adquirida. Esta diferencia en el mayor pago es lo que convierte a una eventual reestructuración en un juego de soluciones no cooperativas. Por otro lado, un acreedor cubierto con SCDS encuentra menores incentivos de monitoreo respecto del soberano a raíz de que su mayor

¹⁰⁷ Brooks, S., Guzman, M., Lombardi, D., & Stiglitz, J. E. (2015). Identifying and resolving inter-creditor and debtor-creditor equity issues in sovereign debt restructuring.

¹⁰⁸ Guzman, M. (2017). Contingent instruments in sovereign lending markets. Debt vulnerabilities in developing countries: a new debt trap?, 33. p. 36

pago no necesariamente se encuentra en el cumplimiento ordinario del contrato.

El caso de la República Argentina

Existe un ejemplo para graficar el inconveniente de incentivos explicado en el punto anterior en forma tangible. La República Argentina entró en default respecto de sus compromisos de crédito en el año 2001 y a partir de los años siguientes inició un largo proceso de reestructuración. Esto dio por atraer a varios acreedores *holdout*, quienes adquirieron los bonos en default con el fin de litigar por su valor total más intereses acumulados. Estos fondos ganaron en la corte de Nueva York¹⁰⁹ donde la deuda emitida tenía jurisdicción y obtuvieron el bloqueo del pago a los acreedores que entraron en la reestructuración, un 93% del total. Esto configuró la primera vez en la historia¹¹⁰ que un soberano con capacidad y voluntad de pago hubo alcanzado el default al transferir los pagos al banco por este último negarse a transferirlo a los acreedores para no desobedecer una manda judicial. Este suceso marcó un hito ya que produjo un quiebre en las relaciones soberano y *holdouts*. El límite del *enforcement* de sentencias hacia soberanos generaba incentivos a negociar, pero la sentencia que prohibió el pago a otros acreedores brindó a los *holdouts* una nueva herramienta¹¹¹. En conclusión, la República Argentina se vio imposibilitada para pagar a sus acreedores, lo cual ocasionó un default que disparó el cobro de los SCDS. Si bien no es posible saber con certeza las posiciones en SCDS de los demandantes, es fácilmente distinguible el esquema de incentivos disfuncional que se produce.

Se entiende que un contrato debe lidiar con estos inconvenientes a fin de procurar generar los incentivos que garanticen un juego de resultados cooperativos. Existen propuestas de alternativas como traer a la mesa de la negociación a los aseguradores de los SCDS¹¹², es decir, incluir en la

¹⁰⁹ Se explica en detalle en el punto X

¹¹⁰ Ibid. p. 37

¹¹¹ Buchheit, L. C., & Gulati, G. M. (2017). *Restructuring sovereign debt after NML v Argentina*. *Capital Markets Law Journal*, 12(2), 224–238. p.224

¹¹² Brooks, S., Guzman, M., Lombardi, D., & Stiglitz, J. E. (2015).. p. 9.

negociación a los eventuales pagadores de forma de balancear el esquema de incentivos. Se sostiene que una previsión contractual que incluya con voto en las CAC, ya sea reemplazando el de sus asegurados en la proporción de cobertura otorgada, podría llevar al juego nuevamente a una solución cooperativa.

A su vez, también la implementación de las propuestas que exigen el blanqueo de las posiciones de SCDS¹¹³ pueden contribuir a contratos más eficientes. En especial en cuanto a que reducen asimetrías de información entre soberano y bonistas y entre los propios bonistas ante una eventual activación de las cláusulas de acción colectiva.

En el caso de la reestructuración de la República Argentina del año 2020, sin embargo, no fue un tema de relevancia el hecho de que se fueran a disparar o no las cláusulas de los CDS. Esto se debió a que ISDA determinó en su contrato marco, en parte a partir de los conflictos que hemos tratado, que una reestructuración constituye en sí misma un evento de crédito. De esta manera se puede afirmar que hasta el momento, los efectos negativos sobre los incentivos en la reestructuración habrían sido neutralizados.

¹¹³ Ibid58. p.9

Conclusiones

A lo largo de este trabajo se ha procurado analizar algunos de los elementos más controvertidos de los contratos de deuda soberana a la luz del análisis económico del derecho. Es decir, investigar desde la literatura académica y algunas reflexiones originales los efectos y causas en términos de eficiencia, utilidad y comportamiento estratégico. A ese fin resultó oportuno realizar una descripción acabada del problema, de su estructura y de su desarrollo. Ir desde el esquema tradicional hasta el nuevo orden que inauguró el plan Brady, y su evolución desde allí hasta los tiempos actuales.

Entender el modo en que el mercado de deuda soberana se desarrolló hasta llegar al *status quo* actual resulta indispensable para comprender los movimientos futuros del mismo.

A partir de los principios de microeconomía, como fallas de mercado, se ha puesto bajo análisis los principales inconvenientes que este tipo de contratos enfrenta. De ese modo, se ha identificado en qué modo problemas habituales de los mercados como asimetrías de información, externalidades negativas, selección adversa y tragedia de los comunes resultan extrapolables a la problemática de los contratos de deuda soberana. El objeto de trazar paralelos entre principios de alcance general y una problemática particular reside en colaborar al estudio de este campo sumando elementos que puedan incidir en un análisis más preciso de la problemática.

En una segunda arista de este trabajo se buscó indagar sobre las nociones de eficiencia que intervienen en el ámbito de estos contratos. Es decir, una vez definidos algunos de los problemas de fallas de mercado explicitados en el párrafo anterior, analizar los efectos de eficiencia en el mercado. Este análisis llevó a definir la eficiencia en términos de Kaldor - Hicks como parámetro de valoración, en tanto resulta más viable lograr un esquema de incentivos que cumpla con un estándar de eficiencia en estos términos antes que en los de Pareto.

En cuanto a los institutos contractuales, yendo desde lo general hacia lo particular, el trabajo proyectó los problemas detectados en el principio del

mismo y las nociones de eficiencia tratadas luego sobre los elementos contractuales más controvertidos. De ese modo, se tuvo en cuenta cómo influyen a través de fallas de mercado y nociones de comportamiento estratégico el agregado de cláusulas de acción colectiva, cláusulas *pari passu*, instrumentos contingentes, las nuevas cláusulas llamadas de redesignación y *pacman* y hasta algunos elementos externos al contrato - pero de un íntimo diálogo con él - como los *Sovereign Credit Default Swaps*. En el caso de las recientes cláusulas de determinación y *pacman* se procuró usar elementos básicos de la teoría de juegos a fin de comprender las experiencias frescas en el continente. Estas experiencias han resultado por demás interesantes para el objeto de este trabajo, dado que surgen de la letra misma del contrato y han obligado a las partes intervinientes a desarrollar estrategias en función de ellas. En ese modo, es una discusión habitual determinar si se debe tomar lo que el contrato buscó decir o lo que efectivamente dice, pero para el análisis económico del derecho lo más importante son los incentivos y comportamientos que el contrato efectivamente genera. En el caso analizado, la sola idea abstracta de una forma de interpretación contractual, sin haber sido puesta en marcha, generó efectos tangibles y cuantificables para las partes intervinientes.

Asimismo, se logró indagar sobre los efectos de estas cláusulas a los fines de entender su funcionamiento, no para recomendar unas por sobre otras, sino para tener en cuenta a los fines de analizar esquemas contractuales e identificar con mayor claridad qué elementos tienden a generar juegos con soluciones cooperativas.

Por último, se resalta que el trabajo ha dado cuenta de dos circunstancias en donde el apego a plantillas contractuales sin un correcto análisis de incentivos y efectos generó enormes pérdidas de excedente. Tales son los casos de la ausencia de cláusulas de acción colectiva en contratos de deuda con jurisdicción en la ciudad de Nueva York tratada en el punto 4.1; y el agregado de cláusulas *pari passu* presentes en los contratos de deuda soberana sin una especificación sobre sus alcances ni una verdadera reflexión sobre su significado *ex ante* tratado en el punto anterior. La economía de los contratos enuncia que estos habrán de permanecer incompletos en tanto los

costos de prever contingencias con bajas posibilidades de ocurrencia sean superiores a los ocasionados por las contingencias en sí¹¹⁴. Los casos traídos a cuenta revelan que el costo de no prever las contingencias ocurridas son de una magnitud semejante como para tener en consideración las estructuras de incentivos contractuales futuras. A su vez, se produjo también un fenómeno peculiar. Al axioma de agregar cláusulas que prevean contingencias contractuales en tanto el costo de su posibilidad de ocurrencia lo justifique, se le debería dar una vuelta para su aplicación directa a los casos expuestos. Es decir, tanto el problema de la cláusula *pari passu* como el de las cláusulas de acción colectivas no han decantado del hecho de no haber previsto contingencias mediante cláusulas, sino más bien de no haber previsto contingencias por cláusulas agregadas por los mismos redactores de los contratos. En ambos casos la supervivencia de plantillas contractuales sin su correcto análisis fue lo que ocasionó problemas posteriormente.

De este modo, se puede concluir también que las provisiones contractuales que contemplen un procedimiento adecuado de acción colectiva, prevean los efectos de *credit default swaps*, aclaren la interpretación de la cláusula *pari passu*, han de contribuir a un esquema contractual más eficiente.

¹¹⁴ Ayres, I., & Gertner, R. (1989). Filling gaps in incomplete contracts: An economic theory of default rules. *The Yale Law Journal*, 99(1), 87-130. p. 90.

Bibliografía

Alfaro, L. (2015). Sovereign debt restructuring: Evaluating the impact of the Argentina ruling. *Harv. Bus. L. Rev.*, 5, 47

Allen & Overy. 2011. "Sovereign State Restructurings and Credit Default Swaps." Global Law Intelligence Unit. October.

AKERLOF, George, "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, vol.84, nro.3, 1970, ps.488-500.

Ayres, I., & Gertner, R. (1989). Filling gaps in incomplete contracts: An economic theory of default rules. *The Yale Law Journal*, 99(1), 87-130.

Barr, David and Bush, Oliver and Pienkowski, Alex, GDP-Linked Bonds and Sovereign Default (January 31, 2014). Bank of England Working Paper No. 484. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2388768> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2388768>

Bejarano, J. A. (1999). El análisis económico del derecho: comentarios sobre texto básico. *Revista de Economía Institucional*, 1(1), 155-167.

Borensztein, E., & Mauro, P. (2004). *The case for GDP-indexed bonds. Economic Policy*, 19(38), 166–216. p. 192

Borensztein, E., & Panizza, U. (2009). The costs of sovereign default. *IMF Staff Papers*, 56(4), 683-741.

Brooks, S., Guzman, M., Lombardi, D., & Stiglitz, J. E. (2015). Identifying and resolving inter-creditor and debtor-creditor equity issues in sovereign debt restructuring.

Buchheit, L. C., & Gultai, G. M. (2002). Sovereign bonds and the collective will. *Emory LJ*, 51, 1317.

Buchheit, L. C., & Pam, J. S. (2004). The pari passu clause in sovereign debt instruments. *Emory LJ*, 53, 869.

Buchheit, L. C., & Gulati, G. M. (2017). *Restructuring sovereign debt after NML v Argentina. Capital Markets Law Journal*, 12(2), 224–238.

Buchheit, L. C. & De la Cruz, A. (2018). *The Pari Passu Fallacy -- Requiescat in Pace. SSRN Electronic Journal* .

Chodos, S. (2016). From the Pari Passu Discussion to the 'Illegality Of Making Payments. *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, 77-83. p.79

Coase, R. H. (1960). The problem of social cost. In *Classic papers in natural resource economics* (pp. 87-137). Palgrave Macmillan, London.

Coleman, J. L. (1980). Efficiency, exchange, and auction: philosophic aspects of the economic approach to law. *Calif. L. Rev.*, 68, 221

Cooter, Robert y Ulen, Thomas, Derecho y Economía, 1ª edición en español, 1ª reimpresión, México D.F., Fondo de Cultura Económica, 1998, pp. 241-287

Cruces, J. J. (2016). Una república sin buitres. *Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica (FCE)*, 2016.

De la Cruz, A., & Lagos, I. (2020). CACs at Work: What Next?. *Available at SSRN*

Dooley, M. P. (2000). Debt management and crisis in developing countries. *Journal of Development Economics*, 63(1)

Drelichman, M., & Voth, H.-J. (2011). *Lending to the Borrower from Hell: Debt and Default in the Age of Philip II**. *The Economic Journal*, 121(557), 1205–1227.

Engelen, C., & Lambsdorff, J. G. (2009). *Hares and stags in Argentinean debt restructuring*. *Journal of International Economics*, 78(1), 141–148.

Fisch, J. E., & Gentile, C. M. (2004). Vultures or vanguards: The role of litigation in sovereign debt restructuring. *Emory Law Journal*, 53, 1043.

Fang, C., Schumacher, J., & Trebesch, C. (2018). Do Collective Action Clauses Work? Evidence from Sovereign Bond Restructurings. *Kiel Institute*.

Gelpern, A., & Gulati, M. (2012). *CDS Zombies*. *European Business Organization Law Review*, 13(03), 347–390. p. 355.

Ghosal, S., & Miller, M. (2003). *Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures**. *The Economic Journal*, 113(487), 276–304

Guzman, M. (2017). Contingent instruments in sovereign lending markets. Debt vulnerabilities in developing countries: a new debt trap?

Harari, Y. N. (2014). *De animales a dioses. Breve historia de la humanidad*. Buenos Aires: Pinguin Random House.

HARDIN, Garrett, "The Tragedy of the Commons", *Science*, vol.162, 1968

IMF. (June 6, 2002). Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts -- Encouraging Greater Use, [Hereinafter IMF, Collective Action Clauses].

Levy-Yeyati, Eduardo and Panizza, Ugo, The Elusive Costs of Sovereign Defaults (November 2006). IDB Working Paper No. 485. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1820058> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1820058>

López, C. G. (2012). Los "Credit Default Swaps"(CDS): una aproximación a su régimen jurídico. *Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, (57)

Olivares-Caminal, R. (2013). The pari passu clause in sovereign debt instruments: developments in recent litigation. *BIS Paper*, (72u).

Paniza, U., Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2009). The economics and law of sovereign debt and default. *Journal of Economic Literature*

Parkin, M., & Loría, E. (2015). Microeconomía, un enfoque para América Latina. *Editorial Pearson, México*. p. 470

Pitchford, R., & Wright, M. L. J. (2011). *Holdouts in Sovereign Debt Restructuring: A Theory of Negotiation in a Weak Contractual Environment*. *The Review of Economic Studies*, 79(2), 812–837.

Ranieri, A. M. (2015). Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada. *Pensar en Derecho*, 6.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008). *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises* (No. w13882). National Bureau of Economic Research.

Schumacher, J., Trebesch, C., & Enderlein, H. (2018). Sovereign defaults in court.

Stiglitz, J. E. Y Guzmán M. (2016). Un mecanismo de «derecho blando» para la reestructuración de la deuda soberana

STORDEUR, Eduardo (h). *Análisis económico del derecho: una introducción*. [1a ed.]. Buenos Aires: Abeledo Perrot, 2011. xiv, 414

Stulz, R. M. (2010). *Credit Default Swaps and the Credit Crisis*. *Journal of Economic Perspectives*, 24(1)

Trust Indenture Act of 1939, ch. 411, 53 Stat. 1172 (codified as amended at 15 U.S.C. § 77ppp (2000)).

Walker, M., & Chong, A. (2020). Collective Action Clauses Reexamined: Thank You Argentina. *Available at SSRN 3666495*.

Weidenmier, M. D. (2005). *Gunboats, reputation, and sovereign repayment: lessons from the Southern Confederacy*. *Journal of International Economics*, 66(2), 407–422.

Zettelmeyer, M. J., Chamon, M. M., & Bi, R. (2011). *The problem that wasn't: coordination failures in sovereign debt restructurings* (No. 11-265). International Monetary Fund.
