

## ¿ES POSIBLE MEJORAR LA REESTRUCTURACIÓN DE LAS DEUDAS SOBERANAS?

Susana Nudelsman<sup>1</sup>

Fecha de recepción: 09 de marzo de 2015. Fecha de aceptación: 20 de agosto de 2015.

### RESUMEN

Las crisis de deudas soberanas constituyen una de las grandes disfuncionalidades de la globalización financiera actual. La evolución de los mercados internacionales de crédito soberano agregó complejidad a los procesos de reestructuración de deudas soberanas. A diferencia de las bancarrotas empresarias, los incumplimientos de deudas soberanas tienen implicaciones macroeconómicas nacionales y globales de carácter sistémico. El enfoque contractual de reestructuración de deudas soberanas vigente puede ser cada vez menos potente en superar los problemas de acción colectiva. Sin embargo, ésta es la única opción viable en la actualidad. Las propuestas recientes por parte del International Capital Market Association (ICMA) pueden mejorar sustancialmente dicho enfoque. Aunque interesante como idea, la alternativa estatutaria es aún impracticable.

**Palabras clave:** deudas soberanas, deuda pública, reestructuración, fondos buitres, sistema financiero internacional.

**Clasificación JEL:** E44, F34, H63, H68.

### IS IT POSSIBLE TO IMPROVE SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING?

#### Abstract

Sovereign debt crises constitute one of the most pressing shortcomings in the current state of financial globalization. The evolution of international sovereign credit markets has made sovereign debt restructuring processes more complex. Unlike in corporate bankruptcies, sovereign debt defaults entail systemic national and global macroeconomic implications. The current contractual approach to sovereign debt restructuring may become increasingly less effective in overcoming problems requiring collective action. However, this is the only viable option at present. Recent proposals from the International Capital Market Association (ICMA) could substantially improve this approach. Although interesting as an idea, the statutory alternative is still not feasible.

**Key Words:** Sovereign debt, public debt, restructuring, vulture fund, international financial system.

<sup>1</sup> Universidad de Buenos Aires, Argentina. Correo electrónico: [snudelsman@gmail.com](mailto:snudelsman@gmail.com)

## EST-IL POSSIBLE D'AMÉLIORER LE RÉÉCHELONNEMENT DES DETTES D'ÉTATS SOUVERAINS ?

### Résumé

Les crises d'endettement d'États souverains sont un des grands dysfonctionnements de la globalisation financière actuelle. L'évolution des marchés internationaux de crédit concédé à des États souverains a accru la complexité des processus de rééchelonnement des dettes de ces derniers. A la différence des faillites d'entreprises, les défauts de paiement des dettes d'États ont des implications macroéconomiques nationales et globales de caractère systémique. La démarche contractuelle en vigueur pour le rééchelonnement de telles dettes peut s'avérer de moins en moins efficace pour surpasser les problèmes d'action collective. Cependant, c'est la seule option viable actuellement. Les propositions récentes de l'International Capital Market Association (ICMA) peuvent améliorer substantiellement cette démarche. Bien que l'idée soit intéressante, l'alternative statutaire demeure impraticable pour le moment.

**Mots clés:** dettes d'États souverains, dette publique, rééchelonnement, fonds charognards, système financier international.

## É POSSÍVEL MELHORAR A REESTRUTURAÇÃO DAS DÍVIDAS SOBERANAS?

### Resumo

A crise das dívidas soberanas são uma das grandes disfuncionalidades da globalização financeira atual. A evolução dos mercados internacionais de crédito soberano adicionou complexidade aos processos de reestruturação das dívidas soberanas. Diferentemente das falências empresariais, o incumprimento das dívidas soberanas tem implicações macroeconômicas nacionais e globais de caráter sistêmico. A abordagem contratual vigente de reestruturação de dívidas soberanas pode ser cada vez menos potente para superar os problemas de ação coletiva. No entanto, esta é a única opção viável na atualidade. As propostas recentes feitas pela International Capital Market Association (ICMA) podem melhorar substancialmente dita abordagem. Mesmo sendo interessante como ideia, a alternativa estatutária é ainda impraticável.

**Palavras-chave:** dívidas soberanas, dívida pública, reestruturação, fundos abutres, sistema financeiro internacional.

新主权债务的重组有可能改善吗？

摘要

主权债务危机是当今金融全球化的一大功能障碍。国际主权信用市场的发展演变增加了主权债务重组的复杂性。与企业破产不同，主权债务违约暗含国家性及全球性、系统化的宏观经济问题。现行的采用合同方法对主权债务进行重组的做法，有可能在克服集体性问题中越来越不够有效。然而这是目前唯一可行的方法。国际资本市场协会近期提出的建议可以大幅度完善这一方法。尽管制定法规章程是个不错的想法，但是作为替代措施，这一构想目前仍然是行不通的。

关键词：主权债务，公共债务，重组，秃鹫基金，国际金融体系

*... Toda ciencia de la realidad puede servir para dos fines: conocer la realidad y operar sobre ella. El primero da origen al uso teórico de la ciencia; el segundo, a su uso práctico. La aplicación práctica de la ciencia económica, como la de cualquier otra rama del conocimiento, está regida por la ética. Las leyes económicas no son reglas morales; pero el funcionamiento de un sistema económico... depende en última instancia de las fuerzas morales de la sociedad.*

Julio H.G. Olivera

## INTRODUCCIÓN

La globalización actual, caracterizada por una alta movilidad de los flujos de capital privado, provee vastas oportunidades para los países en desarrollo, mismos que al mismo tiempo han experimentado crisis de deuda soberana repetidamente. Desde mediados de los años noventa la resolución de estas crisis se ha materializado de manera relativamente rápida y con altas tasas de participación en la mayoría de las experiencias. Sin embargo, a la luz de eventos recientes, ello puede diferir en el futuro. Dentro del grupo conformado por los *holdouts*, como se conoce a los tenedores que no aceptan los términos de una reestructuración de deuda, los “fondos buitres” pueden crear serias complicaciones mediante la adquisición de deudas de gobiernos en o cerca de su incumplimiento a precios muy bajos para luego demandar por la vía judicial el pago total incluyendo los intereses. Cabe destacar que estos inversores no se ocupan realmente de proveer crédito a los países y emplean su poder de negociación para obtener ganancias extraordinarias.

Las sucesivas turbulencias financieras de los países emergentes en los años noventa motivaron la presentación de la propuesta conocida como Mecanismo de Reestructuración de Deudas Soberanas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2001 y su reformulación en 2002. Concebida a fin de proveer un marco para procedimientos de bancarrota, dicha propuesta fracasó por falta de apoyo de la comunidad internacional. En cambio, primó el criterio de reestructuración ordenada de deudas soberanas según un enfoque contractual basado en el mercado. Cuando los *holdouts* complicaron el panorama, los gobiernos comenzaron a incluir cláusulas de acción colectiva (CAC) en sus emisiones de deuda. Más recientemente, los enfoques enfatizando los mecanismos estatutarios han cobrado un renovado interés, particularmente tras el fallo a favor de los “fondos buitres” en su disputa contra Argentina.

La presente investigación gira en torno a la hipótesis de que los procesos de reestructuraciones de deudas soberanas se han vuelto complejos y busca esclarecer si los mecanismos vigentes permiten optimizarlos. El trabajo se inicia con una descripción de las vicisitudes de los países en desarrollo con relación al endeudamiento y su incumplimiento, prosigue con la caracterización de dichas reestructuraciones y la explicación de los enfoques contractual y estatutario, continúa con el detalle de los alcances de la cláusula *Pari Passu* (PP), para finalizar con las conclusiones.

## ENDEUDAMIENTO E INCUMPLIMIENTO SOBERANO

Aunque el endeudamiento en sí mismo no es un fenómeno adverso para el crecimiento de los países, puede dar lugar a serias dificultades reflejando una de las grandes imperfecciones de la actual arquitectura financiera internacional. Un aspecto importante de esta temática analiza la naturaleza del endeudamiento de los países en desarrollo. Según el modelo tradicional de Eaton y Gersovitz (1981: 290), los países experimentan generalmente periodos de altos y bajos ingresos con relación a la tendencia, siendo esta variabilidad en los ingresos un factor clave en la determinación del monto del endeudamiento soberano. Según esta lógica, el endeudamiento soberano debería ser contracíclico puesto que los países se endeudan durante los tiempos malos para repagar sus obligaciones durante los tiempos buenos, lo que es afín a las políticas keynesianas como a los modelos neoclásicos de política fiscal óptima.

Sin embargo, los préstamos a los países en desarrollo, particularmente los de tipo privado, han tendido a comportarse de manera procíclica. Ello, a su vez, puede asociarse con el comportamiento procíclico de las políticas fiscales, así como de las políticas monetarias y cambiarias, especialmente durante los auge exacerbando el efecto de los *shocks* de flujos de capitales y de términos del intercambio (Ffrench Davis, 2008: 25). Por ello, la consecución de una política fiscal previsoras en los años buenos y/o de un adecuado marco institucional y/o una estrategia de crecimiento capaces de enfrentar circunstancias desfavorables podrían haber evitado episodios de crisis o haber tenido un impacto de menor envergadura (Marx *et al.*, 2006: 56).

Sin minimizar la responsabilidad de los países en relación a sus políticas fiscales, también debe tenerse en cuenta la existencia de ciclos financieros de auge y colapso a nivel global, lo que es especialmente riesgoso para un número importante de países en desarrollo que, tras recibir vasto financiamiento en el auge, experimentan bruscas interrupciones durante las fases descendentes del ciclo (Ocampo, 2011: 13-14). En el curso de la historia económica, las

crisis de deuda soberanas han sido recurrentemente sensibles a los ciclos de flujos de capital global. A su vez, los países que tienden a endeudarse más allá de sus posibilidades en los tiempos favorables son más vulnerables durante las inevitables crisis. Cuando los mercados emergentes enfrentan un *shock* externo negativo, su endeudamiento procíclico hace eclosión llevándolos típicamente hacia el incumplimiento (Reinhart y Rogoff, 2008: 32-54). De este modo, aunque las políticas que los países adoptan son cruciales, las características de los mercados internacionales de capital no constituyen un punto trivial en la explicación del tema en consideración.

Asimismo, la literatura tradicional supone no sólo que los países toman prestado en los tiempos de contracción económica y repagan en los tiempos de expansión económica, sino también que, dada la tendencia a incumplir en lugar de repagar por parte de los países endeudados, los acreedores racionales anticipan esta conducta no prestando más allá de cierto nivel de deuda (Eaton y Gersovitz, 1981: 289). Aunque en esta literatura no existe repago y por lo tanto tampoco existen incumplimientos en los periodos desfavorables, la evidencia empírica muestra que ocurren precisamente en dichos periodos (Panizza *et al.*, 2009: 667).

A menudo las crisis de deudas soberanas acontecen conjuntamente con otros tipos de crisis. Un enfoque destaca que en el contexto de equilibrios múltiples el pánico por parte de los inversores internacionales lleva a fuertes reflujos de capital y, con ello, ocasionan crisis cambiarias y financieras y disparan crisis de deuda (Radelet y Sachs, 1998: 3). Otro modelo focaliza el tema de la fragilidad financiera en torno a tres hechos esenciales que incluyen el fenómeno del contagio, el problema de la transferencia de recursos causado por la depreciación real o la recesión deprimiendo las importaciones a fin de producir la reversión en el signo de la cuenta corriente y el problema del deterioro de los balances empresarios, así como los aspectos de política económica asociados a este hecho (Krugman, 1999: 66-70). Un modelo alternativo analiza las crisis de deuda soberana en los países en desarrollo acompañadas por crisis en la balanza de pagos, en condiciones de tipos de cambios fijos, y por corridas bancarias. Puesto que las reservas externas pueden ser el único medio para hacer frente a las obligaciones externas, la pérdida de las mismas impide a estos países continuar con dicha fijación. Dada la fragilidad de los bancos, la masiva pérdida de depósitos los empuja a la crisis. Cada una de las así llamadas crisis trillizas potencia las otras, lo que tiene amplios efectos negativos sobre la economía. El colapso económico puede tener su origen inmediato en la cuenta financiera de la balanza de pagos (como una súbita interrupción en los influjos financieros), en el mercado de cambios o en el sistema bancario,

dependiendo de las particularidades de cada país (Krugman y Obstfeld, 2006: 611-612). Estudios recientes sobre experiencias de las economías emergentes financieramente dolarizadas con fijaciones cambiarias enfatizan el carácter sistémico de las crisis trillizas. En un contexto de riesgo sistémico creciente el riesgo macroeconómico importa más que los indicadores bancarios, los depósitos en moneda extranjera son una terapia temporal al riesgo cambiario, la liquidez fluye a través de las fronteras pudiendo producir el efecto contagio al tiempo que las corridas bancarias usualmente aceleran los acontecimientos al colapso (Levy Yeyati *et al.*, 2011).

Diversos estudios empíricos encuentran que los incumplimientos son muy perjudiciales por el fuerte efecto negativo contemporáneo que ejercen sobre el crecimiento del producto (Furceri y Zdzienicka, 2011: 14). La evidencia empírica también sugiere que el incumplimiento, más que disparar la crisis, representa un punto de inflexión de la misma. Ello no implica que las políticas que llevan a los incumplimientos no estén exentas de costos sino que, por el contrario, la mayoría de las consecuencias del mismo se reflejan generalmente en los mercados antes de que éste sea oficializado (Levy Yeyati y Panizza, 2011: 103). El caso argentino ilustra el punto. La declinación vertical del producto tras la ruptura de la convertibilidad fue muy breve. Contrariando la mayor parte de las opiniones, los severos eventos económicos y políticos acontecidos al finalizar dicho régimen no fueron sucedidos por una contracción más profunda, sino por una recuperación extraordinariamente rápida. La economía argentina registró una trayectoria de tipo “V” configurada por una fase de colapso económico del fin de la convertibilidad y un veloz repunte posterior (Damill *et al.*, 2005: 26).

## REESTRUCTURACIONES DE DEUDAS SOBERANAS

### Características generales

A nivel legal, la diferencia fundamental entre las deudas de una persona o empresa individual y las deudas soberanas gira en torno al cumplimiento de las mismas. En el caso de las deudas soberanas, no existe un procedimiento legal que establezca su cumplimiento y, por ende, los activos públicos son inembargables, aun si hubiera un fallo favorable a los acreedores contra un gobierno en incumplimiento. Las propiedades del deudor se encuentran dentro de sus fronteras nacionales o son beneficiarias de la protección especial provista por las embajadas, fondos de bancos centrales, etcétera.

La reestructuración de una deuda soberana puede ser definida como un intercambio de instrumentos de deuda del gobierno, tales como bonos o préstamos, por nuevos instrumentos de deuda o efectivo por la vía de un proceso legal. Toda reestructuración de tal deuda presenta uno o dos elementos centrales: la reprogramación de la deuda y la reducción de la deuda. El primero consiste en una prolongación de los vencimientos de la vieja deuda, posiblemente incluyendo menores tasas de interés y conllevan un alivio de la deuda a medida que van cambiando los pagos contractuales en el futuro. El segundo consiste en una disminución del valor nominal de los viejos instrumentos de deuda. Aunque generalmente la reestructuración de deuda sucede al incumplimiento, también es posible instrumentar una reestructuración con anterioridad al mismo (Das *et al.*, 2012: 7-8).

Las reestructuraciones de deudas soberanas presentan algunas características adicionales. En lo concerniente al procedimiento de bancarrotas, los que demandan los recursos de un país no son sólo acreedores formales sino también otros como los trabajadores activos y los pensionados, quienes pueden verse perjudicados en caso de que los acreedores “buitre” reciban el repago total. También existen problemas de agencia, ya que los costos de las reestructuraciones son asumidos por actores políticos diferentes a aquellos que generaron el problema, lo que causa una distorsión de incentivos. Sin embargo, la diferencia fundamental entre la bancarrota de una empresa individual y la bancarrota de un Estado con implicancias sistémicas consiste en que mientras el incumplimiento de una empresa no tiene implicaciones macroeconómicas significativas, el de un gran número de empresas y una reestructuración soberana típicamente tienen implicancias macroeconómicas significativas, en particular cuando están acompañados de cambios en los tipos de cambio (Stiglitz, 2014).

A fin de una mejor comprensión de los mercados de deuda internacionales, es importante considerar los cambios experimentados en los años noventa *vis-à-vis* los años ochenta. En los años ochenta, los países emergentes podían negociar con los acreedores de una manera directa. Los inversores conformaban un grupo relativamente homogéneo y su número era menor al registrado posteriormente. Estos eran fundamentalmente bancos extranjeros con una interacción preferentemente cercana con sus reguladores, lo que posibilitaba coordinar el proceso en caso de ser necesario. En los años noventa, la financiación se originaba preponderantemente en la emisión directa de bonos mientras que la resolución requería negociar con un gran número de tenedores de bonos desparramados por todo el mundo, lo que incluye residentes de los países emergentes. La base inversora se caracterizó no sólo por una mayor

atomicidad y diversidad, sino también por instrumentos de deuda emitidos en muchos países bajo diferentes legislaciones y monedas (Marx *et al.*, 2006: 68).

A fines de los años ochenta, la resolución de la crisis de la deuda con epicentro en América Latina por la vía del Plan Brady permitió intercambiar los préstamos anteriormente incurridos por emisiones de nuevos instrumentos titularizados: los Bonos Brady. Fue entonces cuando el mercado de los títulos de deuda de los países en desarrollo adquirió una alta liquidez. En un principio, este hecho creó expectativas optimistas sobre una mejor distribución del riesgo, sin embargo, el mayor número y la mayor heterogeneidad de los acreedores también aumentaron el riesgo de que el rechazo a participar en las reestructuraciones de deuda por parte de algunos de ellos hiciera más compleja la resolución de las crisis de deudas (Eichengreen, 2006: 438).

Un punto crucial en la temática en consideración consiste en lograr que las reestructuraciones sean eficientes, ordenadas y previsibles. Al respecto, la literatura analiza dos cuestiones centrales las pérdidas de eficiencia social y el riesgo moral. La primera cuestión proviene de los problemas de información y coordinación que recortan el bienestar económico social y son del tipo *lose-lose*, ya que el valor se destruye sin que exista un beneficio compensatorio en tanto la pérdida de los deudores no se corresponde con una ganancia para los acreedores (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2007: 270). La escasa información sobre la voluntad y/o capacidad del deudor a repagar puede generar pérdidas de eficiencia al alentar a acreedores y deudores a participar en disputas prolongadas y costosas demorando los términos para acordar en una reestructuración (Haley, 2014). Además, las ineficiencias que provienen de la ausencia de coordinación impiden que los acreedores individuales estén al tanto de que la cooperación con otros acreedores –más que las acciones individuales– podrían arrojar mejores resultados (Schadler, 2012). La demora en el acuerdo de reestructuración puede causar estancamiento económico puesto que en el ínterin, los prestamistas no reciben los intereses, mientras que el país deudor no tiene acceso a los mercados internacionales de capital. Si la situación se prolonga, el tipo de cambio puede colapsar y los bancos con obligaciones en moneda extranjera pueden también experimentar una crisis ocasionando costos altos para el país. En tal caso, las autoridades del país se ven urgidas a echar mano de las reservas y elevar los tipos de interés que constituyen escenarios costosos para la sociedad (Eichengreen, 2006: 435). La incertidumbre sobre la mejor manera de sobrellevar una crisis de deuda soberana también puede ocasionar demoras e ineficiencias. La dificultad en determinar si el deudor adolece de iliquidez o insolvencia acarrea una correlativa dificultad en la elección de la adecuada respuesta de política. En este contexto de incertidumbre, los hace-

dores de política optan por evitar o posponer la instrumentación de medidas de política que, aunque necesarias, resultan conflictivas puesto que no pueden garantizar que tales medidas sean totalmente necesarias (Brooks y Lombardi, 2015).

La segunda cuestión presenta varios aspectos uno de ellos se refiere al hecho de que los hacedores de política tienen a menudo incentivos a tomar prestado más allá de lo que es socialmente óptimo. Aunque las imperfecciones políticas generalmente llevan a políticas subóptimas de manejo de deuda, los gobernantes –preferentemente interesados en sí mismos– poco se esfuerzan en instrumentar medidas que pueden redundar en beneficios para sus sucesores (Bucheit *et al.*, 2013: 8). A su vez, el sobreendeudamiento puede vincularse con el riesgo moral que resulta de la presencia de un prestamista de última instancia a nivel internacional. El historial de préstamos del FMI ha creado la expectativa de que acudirá al rescate de los países con problemas de deuda en virtualmente todo tipo de situaciones (Schadler, 2012). Según Eichengreen (2006: 436-437), es interesante analizar la interacción entre el FMI, los inversores privados y los ciudadanos del país deudor. Los inversores pueden tener incentivos por prestar en exceso a los receptores de la asistencia oficial, el FMI usualmente recupera los préstamos otorgados mientras que los residentes del país deudor, por la vía de sus impuestos, terminan pagando los préstamos de la institución. De este modo, la intervención del FMI puede implicar que parte de la carga del incumplimiento soberano se transfiere desde los prestamistas del sector privado a los ciudadanos del país deudor. Al respecto, cabe cuestionar las razones por las cuales los inversores privados se comprometen en préstamos excesivos y riesgosos a los países cuando ello permite una acumulación insostenible de deuda soberana.

Otro aspecto del riesgo moral puede visualizarse en el hecho de que los hacedores de política son renuentes a emprender la reestructuración de sus deudas (IMF, 2013). Ello puede surgir del deseo de los hacedores de política por evitar el desplazamiento de sus cargos que generalmente ocurre tras el incumplimiento de la deuda, aunque ello implica un costo para la sociedad en su conjunto (Panizza *et al.*, 2009: 682). La miopía de los gobiernos, lejos de considerar los costos de largo plazo involucrados en una acumulación excesiva de deuda, también lleva a posponer el incumplimiento para evitar la pérdida de recursos externos que los forzaría a reducir el gasto. La misma visión lleva a aumentar la capacidad de endeudamiento en el corto plazo aunque a expensas de costos mayores de los incumplimientos futuros (Acharya y Rajan, 2014: 6-7). Finalmente, los hacedores de política pueden optar por la postergación porque suponen que los incumplimientos inevitables tienen efectos limitados

mientras los estratégicos involucran costos altos en términos de reputación. Por esta vía, señalarían que los incumplimientos que sobrevendrían son del primer tipo (Bucheit *et al.*, 2013: 11).

### **Tipos de reestructuración de deudas soberanas**

Un punto central en el análisis de la reestructuración de deudas soberanas en el contexto de los presentes arreglos institucionales es el hecho de que las relaciones entre acreedores están regidas por contratos incompletos (Stiglitz, 2014). A fin de asegurar una reestructuración más oportuna y ordenada, se torna necesario delinear claramente los procedimientos para la reestructuración cuando se emite el bono inicialmente. La especificación de los términos de la reestructuración en los contratos de los bonos puede contribuir a mitigar muchos de los problemas que surgen en el curso de la reestructuración (Brooks y Lombardi, 2015).

El enfoque contractual vigente, también conocido como enfoque descentralizado orientado al mercado, es un proceso descentralizado de acuerdo al cual el país afectado establece negociaciones con los diversos acreedores. El mecanismo para contrarrestar las complicaciones consiste en la aplicación de cláusulas CAC, las que permiten a una mayoría calificada de tenedores de bonos a que la minoría en disenso acepte los términos de la reestructuración. Desde la perspectiva de los acreedores, ello evitaría el abuso por parte de los *holdouts* ante cualquier indulgencia de la mayoría. Desde la perspectiva del deudor, ello permitiría un arreglo más rápido evitando la amenaza de una querrela conflictiva.

Aunque posibilita un nuevo comienzo, la reestructuración de la deuda soberana constituye un proceso complejo. Los contratos de deuda pueden contener o no CAC. En caso de no incluirlos, la reestructuración no finaliza hasta tanto la totalidad de los acreedores concuerdan con la propuesta. En caso de existir una regla de unanimidad, pueden surgir los *holdouts* y particularmente los “fondos buitres” minando los procesos de reestructuración aun cuando no exista desacuerdo sobre tal capacidad y/o voluntad de pago del deudor. Adicionalmente, los problemas pueden agravarse por el uso de los *credit default swaps* (CDS) en tanto el titular de un bono puede estar mejor en caso de incumplimiento ya que los pagos de este título se activan en ocasión de este evento (Guzmán, 2014).

Recientemente, el International Capital Market Association (ICMA) que incluye a los bancos, inversores y emisores de deuda más significativos ha pro-

puesto nuevos términos para encarar las falencias de los contratos de bonos soberanos externos. En caso de ser ampliamente implementadas, las nuevas cláusulas permitirán a los gobiernos reestructurar dichos bonos de acuerdo a tres procedimientos alternativos. El primero, a los efectos de la votación, si el 75% de una serie acuerda los nuevos términos, la minoría restante estaría vinculada a tales términos. No obstante, puesto que en este caso las CAC operan sobre la base de serie por serie, un acreedor o grupo de acreedores puede bloquear la reestructuración de esa serie y demandar el pago total al deudor como es el caso del litigio de NML Capital Ltd. contra Argentina y de muchos tenedores de bonos regidos por ley extranjera en Grecia. Este tipo de cláusulas ha sido común en los bonos con legislación de Inglaterra por un tiempo considerable y en los de Nueva York a partir de 2003 (Gelpert, 2014).

En segundo lugar, la estructura de la votación requiere un umbral mínimo de apoyo para cada serie y para todas las series a reestructurar. Si al menos un 50% de cada serie y el 66.66 del total de deuda acuerdan los nuevos términos, los acreedores restantes estarían vinculados. Sin embargo, cualquier serie que no reúna el 50% de votos puede salir de la reestructuración y demandar el pago total. Al momento, cuatro países han usado un mecanismo similar en bonos con legislación de Nueva York y de Inglaterra. A su vez, los gobiernos del área del euro aplicaron este mecanismo en todos sus bonos de largo plazo emitidos a partir de 2013.

En tercer lugar, que representa la gran innovación propuesta por el ICMA consiste en que se requiere un solo voto calculado sobre una base agregada de todas las series afectadas. Si el 75% del total aprueba los nuevos términos, el resto de los acreedores quedaría vinculado por lo que ningún acreedor puede salir del arreglo. Al no requerir el voto de serie por serie, este procedimiento elimina la posibilidad de obtener una posición de control dentro de una emisión especial y así bloquear la reestructuración de esa emisión constituyendo una herramienta central para encarar el problema de acción colectiva.

Mientras que la segunda opción aún permite a los “fondos buitres” bloquear el proceso de reestructuración de una serie particular de bonos, la tercera hace imposible esta acción constituyendo la gran innovación respecto a las cláusulas anteriores. Sin embargo, no resulta fácil agrupar a los inversores mientras que la nueva iniciativa no es perfecta y los problemas aún persisten. Puesto que las nuevas provisiones no se aplican retroactivamente, llevará un tiempo considerable hasta que el *stock* entero de deuda la incluya (Eichengreen, 2014). No obstante estas dificultades, el modelo del ICMA puede marcar un progreso del enfoque contractual. Su gran ventaja es el carácter voluntario de los nuevos contratos. La iniciativa es el resultado de intensos debates entre el

sector privado, los emisores soberanos y los representantes del sector oficial en búsqueda de una solución pudiendo poner freno a la proliferación de litigios, como es el caso experimentado por Argentina (Gelpern, 2014).

El énfasis en adoptar un esquema alternativo al contractual no es reciente. Hacia el final de la crisis de México en 1995, la literatura se explayó sobre la necesidad de superar las dificultades en la provisión de nuevo financiamiento. Se proponía reorganizar el FMI no como un prestamista de última instancia, sino preferentemente como una corte internacional de bancarrotas. Se abogaba por operaciones de reducción de deuda más agresivas a fin de permitir a los gobiernos afectados restablecer su solvencia. Se argüía que la era de la falta de acceso a los mercados financieros internacionales debería ser llevada a su fin (Sachs, 1995: 14-15).

A comienzos de 2000 cobró fuerza la necesidad de crear un mejor escenario para la reestructuración de deudas soberanas. Diferentes versiones estatutarias que precedieron a la nueva década ya habían propuesto cambios en las leyes a fin de crear reglas o instituciones en las que se podrían imponer los acuerdos de la mayoría o de la supermayoría de acreedores sobre los *holdouts*, se podría dar prioridad al nuevo financiamiento y se podría proteger a los países deudores de los litigios durante la moratoria o durante la negociación (Rogoff y Zettlemeyer, 2002: 495).

Una posterior ronda de propuestas dio lugar a la presentación de un nuevo enfoque con base estatutaria –el Mecanismo para Reestructuración de Deudas Soberanas. Según Krueger (2002: 33-40) la visión puramente contractual, incluso adoptando CAC ambiciosas, no podría resolver las fragilidades del sistema. A su juicio, en cambio, el establecimiento de un tratado universal para las obligaciones más que de uno incluyendo enmiendas parciales a la legislación nacional les evitaría que los acreedores busquen diferentes jurisdicciones en las que podrían hacer valer sus reclamos,<sup>2</sup> aseguraría la uniformidad del texto permitiendo que una única institución tenga la autoridad para uniformar la interpretación, evitaría el problema de *free riding* según el cual los países serían renuentes a introducir legislación hasta tanto otros países lo hicieran y facilitaría la creación de una única entidad judicial internacional con poder para arbitrar disputas y supervisar la votación. Aunque se hacía necesaria una enmienda de los Artículos del FMI para dar al mecanismo fuerza legal, ello no implicaba extender significativamente la autoridad legal del Fondo, sino otorgar poder

<sup>2</sup> En muchas jurisdicciones el tratado internacional –una vez efectivo– suplantaría automáticamente la legislación nacional; en otras jurisdicciones, en cambio, la legislación nacional debe ser modificada para incluir los términos del tratado.

sobre las decisiones más importantes del proceso de reestructuración al deudor y a una supermayoría de sus acreedores. La operatoria de la propuesta incluye un aplazamiento del litigio tras la suspensión de los pagos, mecanismos para proteger los intereses de los acreedores durante la suspensión, la provisión de nuevo financiamiento para los acreedores privados y la aprobación del acuerdo final de reestructuración. Básicamente, este esquema supone un mecanismo internacional de bancarrotas con atributos limitados. No obstante el interés en el tema, la propuesta no prosperó pues no contó con suficiente apoyo político.

Las dificultades derivadas de los eventos en Argentina y Grecia reavivaron el debate sobre la efectividad del enfoque contractual. Sobre la base del argumento de la inferioridad de los resultados privados respecto al óptimo paretiano, Stiglitz (2014) comparte la visión anterior proponiendo la creación de una suerte de Corte Internacional con plenos derechos para lidiar con los procesos de reestructuración de deuda. En busca de dar una solución duradera al problema de la deuda de los países en desarrollo, en septiembre de 2014, la Asamblea General de las Naciones Unidas decidió aprobar una resolución hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana con miras a, entre otras cosas, aumentar la eficiencia, la estabilidad y la previsibilidad del sistema financiero internacional y lograr un crecimiento económico sostenido, inclusivo y equitativo y el desarrollo sostenible, de conformidad con las circunstancias y prioridades nacionales (United Nations, 2014).

Por su parte, la United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2013), destaca que los enfoques contractual y estatutario no son excluyentes. El organismo emitió un documento marco estableciendo un mecanismo de resolución de deuda con base en un enfoque multidisciplinario enfatizando la interacción entre Economía y Derecho. El documento propone la adopción de un enfoque híbrido, en línea con la realidad que trasciende la polarización entre los abordajes contractuales y los estatutarios para adoptar uno que contemple, en cambio, las complementariedades de ambos. Las fuentes estatutarias requieren los instrumentos financieros para encarar adecuadamente la veloz globalización financiera, mientras que los contratos requieren los estatutos que les confieren un contexto y una definición.

Una evaluación de las ventajas y desventajas de ambas visiones –estatutaria y contractual– permite echar cierta luz sobre varias cuestiones. Un principio fundamental gira en torno a la importancia de la certeza jurídica. Puesto que los contratos deben ser honrados, su ruptura no constituye un factor positivo en sí mismo (Tran, 2014). Actualmente, el abordaje contractual no resuelve el problema de los cientos de miles de millones de dólares de bonos que han sido

emitidos bajo los términos originarios puesto que no se aplican retroactivamente. Sin embargo, mirando al futuro, las enmiendas introducidas recientemente representan un claro fortalecimiento del enfoque contractual. En caso de aplicarse a toda la deuda en circulación, el abordaje estatutario, en cambio, ignoraría las facultades legales de las jurisdicciones donde fueron emitidos los valores del gobierno en el pasado. El enfoque contractual parece una alternativa mejor porque proveería mayor certeza jurídica contribuyendo a mantener los flujos de capitales, lo que es particularmente importante para los países en desarrollo. En el abordaje estatutario, el requerido cambio de leyes no constituye un proceso sencillo. Además, parece difícil que una corte internacional satisfaga más rápidamente los intereses no sólo de los gobiernos soberanos en incumplimiento y de los distintos acreedores, sino también de los intereses de otros actores involucrados tales como los trabajadores y los pensionados.

Primordialmente, en relación a los incentivos de los acreedores, los enfoques contractual y estatutario difieren en dos grandes aspectos. El primero se concentra preferentemente en la resolución del problema básico de los *holdouts* y, en algunos casos, en desalentar los litigios. El segundo, en cambio, contempla un rango más amplio de problemas, lo que incluye dar prioridad al nuevo financiamiento (Rogoff y Zettlemeyer, 2002: 496). Sin embargo, en este caso cabe preguntar si este mecanismo internacional es capaz de resolver eficazmente un rango tan profuso de cuestiones. En relación a los incentivos de los deudores, se argumenta que ciertas medidas que facilitan las reestructuraciones pueden minar los incentivos de dichos actores creando un problema de riesgo moral por parte de estos. En el esquema estatutario, la respuesta a esta conducta podría consistir en crear buenos incentivos para los deudores por medio de una amenaza de reversión al *statu quo* anterior en caso de que estos no negocien de buena fe (Rogoff y Zettelmeyer, 2002: 497). No obstante, en este caso también cabe preguntar qué tan eficaz es este mecanismo para alinear a los deudores de modo que se comporten de acuerdo a los principios de dicha convención internacional.

En relación al tema del costo del endeudamiento, los cambios introducidos para facilitar las reestructuraciones de deuda y hacerlas menos costosas pueden hacerlas más frecuentes con el consecuente desinterés de los inversores por conceder préstamos a los deudores soberanos que, a su vez, elevaría los costos del endeudamiento externo. Es decir, el deseo de hacer las reestructuraciones menos costosas hará más caro el endeudamiento soberano internacional (Brooks y Lombardi, 2015). El contraargumento consiste en que los países hacen todo lo posible para evitar la reestructuración de la deuda y que los temores de riesgo moral de los deudores son exagerados. Por lo tanto, los

acreedores podrán considerar los mecanismos que facilitan la reestructuración cuando las deudas soberanas se tornan insostenibles por vicisitudes que no son causadas por el deudor (Eichengreen, 2006: 446).

Aunque el enfoque estatutario puede dar solución a algunos de los problemas que aún subsisten, la experiencia ha demostrado que los tenedores de bonos no están dispuestos a subordinar sus reclamos a algún tribunal internacional de quiebras que aún no ha sido testado (Eichengreen, 2014). Nada garantiza que este tipo de entidades gocen de transparencia y estén exentas de arbitrariedades. Los acuerdos sobre los que se sustentan dichas organizaciones requieren un grado significativo de cooperación entre las diferentes partes, lo que abre un interrogante sobre su viabilidad. La falta de una gobernanza global y las fuertes asimetrías en el seno de la comunidad internacional pueden perjudicar la capacidad de esta de accionar colectivamente (Fanelli, 2010: 6-7).

### EL LITIGIO NML CAPITAL LTD. *VERSUS* ARGENTINA

Tras una severa crisis económica y social, en diciembre de 2001 Argentina incumplió el pago de su deuda soberana en alrededor de U\$S 81 mil millones. A fin de normalizar la situación, el país ofreció dos rondas de canje de deuda en 2005 y 2010. Al finalizar el segundo canje, el 92.4 % de los acreedores había aceptado la reestructuración cambiando los bonos incumplidos por otros nuevos con diferentes términos. En 2011, un grupo de *holdouts* liderados por NML Capital Ltd., afiliada a Elliott Management, presentó una demanda contra Argentina en la Corte del Distrito Sur de Nueva York reclamando el pago total incluyendo los intereses. En febrero de 2012, el juez Griesa de la Corte del Distrito Sur emitió una orden, *injunction*, requiriendo a Argentina que pagara a los demandantes en su totalidad cuando se pagara a los tenedores de los bonos emitidos para los canjes de 2005 y 2010 y en octubre del mismo año, la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito confirmó la sentencia. En junio de 2014, la Corte Suprema rechazó la solicitud del país de tomar el caso mientras que la Corte de Apelaciones levantó la suspensión vigente quedando firme la orden del juez Griesa. En el mismo mes, éste designó un *Special Master* para asesorar y mediar entre las partes a fin de llegar a una solución definitiva. Al momento, no se ha llegado a ningún punto de acuerdo (Ministerio de Economía, 2015).

Algunas voces apoyaron la posición de las cortes de Nueva York. Los litigantes alegaron que se la sentencia de Griesa debía quedar firme, puesto que Argentina dispone de amplios recursos para pagar ambos –los montos para pa-

gar los bonos adeudados en litigio, así como los montos adeudados a los bonos reestructurados—. Estos agregan que el país debería evitar el incumplimiento y comenzar a negociar de buena fe (Shearman y Sterling, 2014). La American Task Force Argentina (ATFA), que agrupa fundamentalmente a los fondos de inversión que no aceptaron las propuestas de canje del gobierno argentino, expresó que sus acreedores estaban dispuestos a negociar, al tiempo que señaló que el país sudamericano se vería beneficiado en términos de intereses más bajos en la próxima década, ahorros significativos para las empresas y las provincias, alivio inmediato de la inflación y no habría necesidad de controles de capital (*The Washington Post*, 2014).

Otras voces acompañaron la posición argentina. Solow (2014), profesor de MIT y Premio Nobel de Economía, en una carta junto a otros 100 prestigiosos economistas dirigida al Congreso de Estados Unidos, expresó que en caso de ocurrir una crisis de deuda, la decisión de la Corte del Distrito Sur podría perjudicar la capacidad de los acreedores y deudores de concluir una reestructuración de manera ordenada, lo que impactaría negativamente sobre el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. Por su parte, Ocampo (2014) sostiene que los bonos riesgosos pagan a sus compradores una prima en relación a la probabilidad percibida de incumplimiento y que es improcedente forzar el importe completo de las condiciones iniciales del contrato cuando esa contingencia ya ha tenido lugar. La mayoría de los *holdouts* adquirió sus bonos a precios muy reducidos debido a que los dueños anteriores vieron pocas posibilidades de ser pagados.

### LA CLÁUSULA *PARI PASSU*

La cláusula *Pari Passu* (PP) es una expresión latina que significa en igual medida o igualmente. Hasta fines de los años noventa, la versión dominante de la cláusula de los acuerdos de deuda soberana sólo protegía la posición legal de las deudas de los acreedores del soberano. Ello constituía la interpretación estrecha de la cláusula y no incluía ni los tiempos de pago ni los pagos prorrateados. A partir de finales de los años noventa, la cláusula implicó una interpretación más amplia que incluyó no sólo la posición legal, sino también la obligación de pago, lo que requirió que el gobierno deudor pagara a sus acreedores bajo pago prorrateado. La nueva versión del concepto de prorrateo protagonizó un papel más importante a partir del año 2000, en ocasión del litigio de Elliott Associates en contra de Perú. Si bien una Corte de instancia menor en Bélgica negó la aplicación de la medida, la Corte de Apelación de

Bruselas –a solicitud de parte–, aceptó el argumento de dicho fondo de inversión por el cual la cláusula *PP* no sólo impidió aceptar la posición legal de Perú, sino que además le prohibió pagar a otros acreedores sin antes efectuar el pago prorrateado a Elliott Associates (FMI, 2014: 38-40).

El fallo contra Perú acarreó otras demandas buscando una interpretación similar del pago prorrateado. En el caso de NML Capital Ltd. *versus* Argentina, la Corte del Distrito Sur de Nueva York lo desarrolló en la misma dirección. A fin de dar más fuerza al dictamen, la Corte también impidió al fideicomiso y otras partes de la cadena de pago facilitar todo pago de los bonos reestructurados a menos que se le pagara a los acreedores querellantes (FMI, 2014: 10-14).

Recientemente, algunos emisores de deuda soberana –Ecuador y Grecia–, han cambiado la cláusula *PP* en las nuevas emisiones, de modo que excluyen la versión del pago prorrateado. Honduras y Belice no cambiaron el texto de la cláusula, pero aclararon que esta no implica dicho tipo de pago. Colombia, México y Perú destacaron el riesgo de que los fallos de las cortes de Nueva York malogren la reestructuración de deudas soberanas. Otros emisores expresaron su intención de incluir cambios en las cláusulas *PP* de modo tal que repudian específicamente la versión del pago prorrateado.

Cabe notar que las cortes de Gran Bretaña se han manifestado en contra de la legislación de las cortes de Nueva York. En el año 2005, el Financial Markets Law Committee (FMLC) explicitó el papel, el uso y el significado de la cláusula *PP* en las obligaciones de deuda soberana como un asunto de la legislación inglesa. En el marco de la inexistencia de procedimientos formales de insolvencia, el alcance de la cláusula *PP* se limita a una obligación del gobierno deudor a no subordinar una clase de acreedores de manera involuntaria por la vía de una legislación o de otra manera (FMLC, 2005: 22). Recientemente, este comité manifestó que sus conclusiones de aquel año están vigentes todavía y que no se ven influidas por el fallo de las cortes de Estados Unidos. En particular, el FMLC expresó su decisión de aplicar un enfoque diferente al empleado en el caso argentino considerando no apto el recurso de cumplimiento específico (FMLC, 2014).

A su vez, el ICMA detalla que la cláusula *PP* implica que el emisor de la deuda soberana no tiene obligación de efectuar el pago prorrateado en relación a cualquier otro endeudamiento externo y, en particular, no tiene obligación de pagar cualquier otro endeudamiento externo al mismo tiempo o como condición de pagar sumas vencidas sobre sus títulos de deuda y viceversa (ICMA, 2014).

Básicamente, Argentina interpreta la cláusula *PP* en el sentido de que la decisión de las cortes de Nueva York pone a los demandantes en una posición mucho más favorable que a los otros acreedores. Por su parte, los “fondos bui-

tre” –apoyados por la sentencia a su favor– la interpreta en el sentido de que el país no se ha comportado con todos los acreedores de igual manera, ya que paga a algunos mientras que no lo hace con otros.

Bucheit y Pam (2004: 917-918) sostienen que la cláusula *PP* migró desde sus orígenes cuando se aplicaba a los instrumentos nacionales con garantía para aplicarse en los últimos 30 años a otros instrumentos internacionales sin garantía por lo que la interpretación que se le ha dado recientemente a la cláusula *PP* es incorrecta. Por un lado, es válido suponer que las cortes hayan reinterpretado la cláusula en busca de la legitimación del peso de los contratos; por el otro, es válido reconocer que ante tal evolución, los países con problemas de deuda soberana hayan buscado nuevas vías para lidiar con ello. La misma flexibilidad contractual que produce técnicas de reestructuración novedosas también produce técnicas de ejecución novedosas (Bucheit, Gelpern *et al.*, 2013: 20). El contrapunto entre estas instancias puede derivar en múltiples rondas sucesivas, lo que puede derivar en un proceso fecundo aunque complejo.

## CONCLUSIONES

Las crisis y reestructuraciones de deudas soberanas son particularmente complejas en los países en desarrollo. Sin minimizar la importancia de las políticas de estos países, las características de los mercados internacionales de crédito soberano en la presente era de globalización financiera son asimismo elementos de análisis significativos. En particular, el fallo de las cortes de Nueva York a favor de *NML Capital Ltd.* en su litigio contra Argentina acarrea no sólo costos económicos para este país, sino que tiene implicancias sistémicas globales en tanto puede implicar futuros procesos de reestructuraciones de deudas soberanas.

El abordaje contractual actual puede ser cada vez menos potente en mitigar los problemas de acción colectiva. Las dificultades surgidas en torno a reestructuraciones recientes motivaron a la comunidad internacional a proponer iniciativas en el tratamiento del tema. Estas incluyen desde cambios en el enfoque contractual vigente hasta una reformulación del enfoque estatutario. En un futuro, las nuevas propuestas pueden representar una mejora significativa de dicho abordaje.

Un mecanismo internacional de quiebras soberanas al amparo del enfoque estatutario es un elemento a tener en cuenta a fin de solucionar las fallas subyacentes del mercado. Aunque este abordaje encara un rango más amplio de

problemas *vis-à-vis* el abordaje contractual, es actualmente impracticable. Los gobiernos nacionales son reacios a ceder poder a entidades supranacionales que hasta ahora no se han mostrado suficientemente preparadas para dirimir las diferentes vicisitudes que la globalización en curso presenta.

Al presente, aunque imperfecto, el enfoque contractual es la única opción viable. La alternativa estatutaria o la combinación de ambos enfoques de manera de lograr una complementación ameritan nuevas vías de investigación. En un futuro, cualquiera que sea la opción, requiere que tanto los países deudores como los acreedores actúen responsablemente en un contexto de cooperación internacional. Esencialmente, el sistema financiero internacional está alimentado por normas y acuerdos interconectados. Es deseable que los partes involucradas armonicen sus intereses a fin de alcanzar un equilibrio global superior al subóptimo actual.

## BIBLIOGRAFÍA

- Acharya, Viral V. y Raghuram G. Rajan (2014), “Sovereign Debt, Government Myopia, and the Financial Sector”, *NBER Working Paper*, núm. 17542, Cambridge, MA, diciembre.
- Brooks, Skylar y Domenico Lombardi (2015), “Sovereign Debt Restructuring: Issues Paper”, *CIGI Papers*, núm. 64, abril (consultado el 1 de agosto de 2015), disponible en <<https://www.cigionline.org/publications/sovereign-debt-restructuring-issues-paper>>
- Buchheit, Lee. C y Jeremiah S. Pam (2004), “The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments”, *Emory Law Journal*, Atlanta, GA, v. 53, pp. 870-921.
- \_\_\_\_\_, Anna Gelpern, Mitu Gulati, Ugo Panizza, Beatrice Weder di Mauro, Jeronim Zettelmeyer (2013), “Revisiting Sovereign Bankruptcy”, Washington DC, Brookings, octubre, pp. 1-50.
- Damill, Mario, Roberto Frenkel y Martín Rapetti (2005), “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, abril (consultado el 15 de diciembre de 2014), disponible en <[http://policydialogue.org/files/events/Damill\\_Frenkel\\_Rapetti\\_LaDeuda.pdf](http://policydialogue.org/files/events/Damill_Frenkel_Rapetti_LaDeuda.pdf)>
- Das S., Udaibir, Michael G. Papaioannou y Christoph Trebesch (2012), “Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts”, *IMF Working Paper*, núm. 203, Washington, DC., agosto.
- Eaton, Jonathan y Mark Gersovitz (1981), “Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis”, *The Review of Economic Studies*, vol. 48, núm. 2, pp. 289-309.

- Eichengreen, Barry (2006), “Assessing Contractual and Statutory Approaches Policy Proposals for Restructuring Unsustainable Sovereign Debt”, en *The New Public Finance*, Inge Kaul and Pedro Conceicao (eds.), New York, NY, Oxford University Press, pp. 433-452.
- \_\_\_\_\_ (2014), “Restructuring Debt Restructuring”, *Project Syndicate*, 9 de septiembre (consultado el 13 de diciembre de 2014), disponible en <<http://www.project-syndicate.org/commentary/barry-eichengreen-argues-that-in-international-capital-markets--the-perfect-is-the-enemy-of-the-good>>
- Fanelli, José María (2010), “The International Financial Architecture and Global Institution Building. A Latin American View”, presentación en el Seminario Regional Integration in the Americas: the Impact of the Global Economic Crisis, 23 de noviembre (consultado el 17 de diciembre de 2014), disponible en <[http://www.redsudamericana.org/sites/default/files/doc/IntlFinanceArquitectureAL\\_FanelliMarzo2010.pdf](http://www.redsudamericana.org/sites/default/files/doc/IntlFinanceArquitectureAL_FanelliMarzo2010.pdf)>
- Financial Markets Law Committee (2005), “Pari Passu Clauses”, febrero (consultado el 24 de noviembre de 2014), disponible en <<http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/26584807/79.pdf>>
- \_\_\_\_\_ (2014), “Money Market Funds”, mayo (consultado el 28 de noviembre de 2014), disponible en <[http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/2658-4807/issue\\_179\\_money\\_markets\\_funds\\_paper\\_2014\\_1.pdf](http://www.fmlc.org/uploads/2/6/5/8/2658-4807/issue_179_money_markets_funds_paper_2014_1.pdf)>
- FMI (2014), “Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring”, 1 de octubre (consultado el 20 de diciembre de 2014), disponible en <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>>
- Ffrench Davis, Ricardo (2008), “Del financierismo a la macroeconomía real”, *Ensayos Económicos*, núm. 52, Buenos Aires, BCRA, octubre-diciembre, pp. 7-37.
- Furceri, Davide y Aleksandra Zdzienicka (2011), “How Costly Are Debt Crises?”, *IMF Working Paper*, núm. 11/280, Washington DC, Fondo Monetario Internacional, diciembre.
- Gelpern, Anna (2014), “A Sensible Step to Mitigate Sovereign Bond Dysfunction”, *Peterson Institute for International Economics*, 29 de agosto (consultado el 14 de noviembre de 2014), disponible en <<http://blogs.piie.com/realtime/?p=4485#.VBlnUiofqW8.email>>
- Guzmán, Martín (2014), “In the Quest of a Framework for Sovereign Debt Restructuring”, *Initiative for Policy Dialogue*, 13 de noviembre (consultado el 28 de noviembre de 2014), disponible en <[http://policydialogue.org/files/events/Background\\_Paper\\_Martin\\_Guzman.pdf](http://policydialogue.org/files/events/Background_Paper_Martin_Guzman.pdf)>

- Haley, James A. (2014), "Sovereign Debt Restructuring: Old Debates, New Challenges", *CIGI Papers*, núm. 64, abril (consultado el 1 de agosto de 2015), disponible en [https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi\\_paper\\_32\\_1.pdf](https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_paper_32_1.pdf)
- International Capital Market Association (2014), "Standard Pari Passu Provision for the Terms and Conditions of Sovereign Notes", agosto (consultado el 17 de noviembre de 2014), disponible en <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Resources/ICMA-Standard-Pari-Passu-Provision-August-2014.pdf>
- Krueger, Anne (2002), "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", Washington, DC, FMI, pp. 1-41.
- Krugman, Paul (1999), "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, vol. 6, núm. 4, pp. 459-472.
- Krugman, Paul R. y Maurice Obstfeld (2006), *International Economics*, Boston, MA, Pearson Addison Wesley, pp. 611-612.
- Levy Yeyati, Eduardo y Ugo Panizza (2011), "The Elusive Costs of Sovereign Defaults", *Journal of Development Economics*, vol. 94, núm. 1, pp. 95-105.
- \_\_\_\_\_, Soledad Martínez Peria y Sergio Schmukler (2011), "Crisis trillizas y el fantasma de un nuevo Dracma", *Colectivo Económico*, 18 de julio (consultado el 2 de agosto de 2015), disponible en <http://colectivoeconomico.org/2011/07/18/crisis-trillizas-y-el-fantasma-de-un-nuevo-dracma/>
- Marx, Daniel, José Echagüe y Guido Sandleris (2006), "Sovereign Debt and the Debt Crisis in Emerging Countries: The Experience of the 1990s", en Chris Jochnick y Fraser A. Preston (eds.), *Sovereign Debt at the Crossroads: Challenges and Proposals for resolving the Third World Debt Crisis*, New York, Oxford University Press, pp. 55-79.
- Ministerio de Economía (2015), "Historia del litigio", agosto (consultado el 30 de marzo de 2015), disponible en <http://www.mecon.gov.ar/DESEN-DEUDAR/es/hitos.htm>
- Ocampo, José Antonio (2011), "Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva", *Revista Cepal*, núm. 104, Santiago de Chile, Naciones Unidas, Cepal, agosto, pp. 7-35.
- \_\_\_\_\_, (2014), "Guest Post: Implications of the Supreme Court Ruling on Argentina", *Financial Times*, 23 de junio (consultado el 31 de julio de 2015), disponible en <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2014/06/23/guest-post-implications-of-the-us-supreme-court-ruling-on-argentina/>
- Panizza, Ugo, Federico Sturzenegger y Jeromin Zettelmeyer (2009), "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default", *Journal of Economic Literature*, vol. 47, núm. 3, pp. 651-698.

- Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2008), “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, *NBER Working Paper*, núm. 13882, Cambridge, MA, marzo.
- Radelet, Steven y Jeffrey Sachs (1998), “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, *NBER Working Paper*, núm. 6680, Cambridge, MA, agosto.
- Rogoff, Kenneth S. y Jeromin Zettelmeyer (2002), “Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001”, *IMF Staff Papers*, núm. 49, vol. 3, pp. 470-507.
- Sachs, Jeffrey (1995), “Do we need an International Lender of Last Resort?”, 20 de abril (consultado el 20 de diciembre de 2014), disponible en <<http://www.cid.harvard.edu/archive/hiid/papers/intllr.pdf>>
- Schadler, Susan (2012), “Sovereign Debtors in Distress: Are Our Institutions Up to the Challenge?”, *CIGI Papers*, núm 6, agosto (consultado el 2 de agosto de 2015), disponible en <<https://www.cigionline.org/publications/sovereign-debtors-distress-are-our-institutions-up-challenge>>
- Shearman & Sterling LLP (2014), “Argentine Sovereign Debt”, 24 de junio (consultado el 1 de agosto de 2015), disponible en <<http://www.shearman.com/-/media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2014/Arg84-2014-06-24-Dechert-Response.pdf>>
- Solow, Robert (2014), “Economists call on Congress to Mitigate Fallout from Ruling on Argentine Debt”, *Centre for Economic and Policy Research*, 31 de julio (consultado el 10 de enero de 2015), disponible en <<http://www.cepr.net/index.php/press-releases/press-releases/economists-call-on-congress-to-mitigate-fallout-from-ruling-on-argentine-debt>>
- Stiglitz, Joseph E. (2014), “Debt Restructuring: Gaps in Legal and Institutional Structures”, *Initiative for Policy Dialogue*, 17 de noviembre (consultado el 2 de enero de 2015), disponible en <[https://www.google.com.ar/url?sa=t&rcct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&cad=rja&uact=8&ved=0CC0QFjAD&url=http%3A%2F%2Fpolicydialogue.org%2Ffiles%2Fevents%2FJoe\\_Newest\\_PPT.pptx&ei=Y0bnVI7dIoOWgwSA\\_4GQBw&usg=AFQjCNF90alUmrVfB9C7FHT0Ii3nYJ3DA&sig2=ConmUyRgmg01d3ftv9fnUw](https://www.google.com.ar/url?sa=t&rcct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&cad=rja&uact=8&ved=0CC0QFjAD&url=http%3A%2F%2Fpolicydialogue.org%2Ffiles%2Fevents%2FJoe_Newest_PPT.pptx&ei=Y0bnVI7dIoOWgwSA_4GQBw&usg=AFQjCNF90alUmrVfB9C7FHT0Ii3nYJ3DA&sig2=ConmUyRgmg01d3ftv9fnUw)>
- Sturzenegger, Federico y Jeromin Zettelmeyer (2007), *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, Cambridge, MA, MIT, pp. 270.
- Tran, Hung (2014), “The International Monetary Fund: What Iis it Good For?”, presentación en el Peterson Institute for International Economics, 8 de abril (consultado el 2 de agosto de 2015), disponible en <<http://www.iie.com/publications/papers/transcript-20140408.pdf>>

*The Washington Post* (2014), “The Facts of Argentina’s Debt Dispute”, 8 de julio (consultado el 3 de agosto de 2015), disponible en <<http://www.atfa.org/wp-content/uploads/2014/07/ATFA-Washington-Post-tear-sheet-070814.pdf>>

UNCTAD (2013), “Debt Workout Mechanism Framing Paper”, 2 de septiembre (consultado el 5 de enero de 2015), disponible en <[http://www.unctad.info/upload/Framing%20Paper%2027%20August\\_finalwithlogo.pdf](http://www.unctad.info/upload/Framing%20Paper%2027%20August_finalwithlogo.pdf)>

United Nations (2014), “Towards the Establishment of a Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes”, 9 de septiembre (consultado el 3 de agosto de 2015), disponible en [http://www.un.org/ga/search/view\\_doc.asp?symbol=A/68/L.57/Rev.1&Lang=E](http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/68/L.57/Rev.1&Lang=E)>

