



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



Escuela de Estudios de Posgrado
Especialización en Administración Financiera

Trabajo Final

*Reestructuraciones de deuda soberana y litigios con
fondos buitres.
Una posible solución*

**Autora :
Soledad Tortarolo**

**Tutor :
Daniel Aníbal Sarto**

Buenos Aires, diciembre de 2015

BUENOS AIRES, de de 20 .

SR. DIRECTOR DE LA CARRERA DE POSGRADO
 DE ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA.
 FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS.
UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES.

De mi mayor consideración :

Tengo el agrado de dirigirme a Ud. con la finalidad de remitirle, adjuntos a la presente, TRES (3) ejemplares del Trabajo Final presentado por el alumno:

Nombre y Apellido del Alumno

cuyo título es el siguiente :

Título completo del Trabajo Final

En mi carácter de Tutor designado por la Dirección de la Carrera a efectos de orientar y guiar la elaboración de este Trabajo Final, le informo que he analizado y revisado adecuadamente la versión final que se acompaña y que por ello propongo la aprobación de la misma y la siguiente calificación, dentro de la escala de cero a diez :

Número	Letras

Sin otro particular lo saludo muy atentamente.

Firma completa del Tutor
Nombre y Apellido del Tutor
Cargo (s) docente (s) u otro (s) del Tutor

Calificación de las Autoridades de la Carrera :			
Número	Letras	Número	Letras
<i>Firma del Subdirector</i> Heriberto H. Fernández <i>Subdirector</i>		<i>Firma del Director Alterno</i> Celestino Carbajal <i>Director Alterno</i>	
Calificación Final :			
Número	Letras		

	<u>Página</u>
1. RESUMEN DEL TRABAJO.	6
2. INTRODUCCIÓN AL TEMA.	14
3. DESARROLLO DEL TRABAJO.	19
3.1. Conceptos fundamentales de Renta Fija	20
3.2. Reestructuraciones de deuda soberana	33
3.3. Aspectos legales sobre las reestructuraciones soberanas	41
3.4. Generalidades de casos de reestructuración de bonos Soberanos	47
3.5. Caso detallado: Argentina	52
3.5. Juicios a soberanos por reestructuraciones de deuda Pública	65
3.6. Datos estilizados del accionar de los fondos butre	69
3.6. Solución propuesta por el FMI a los problemas de acción colectiva en 2002	76
3.8. Solución propuesta por el FMI a los problemas de acción colectiva en 2014	84
4. CONCLUSIÓN (ES).	86
5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.	90
6. NOTAS Y OBSERVACIONES AL TEXTO.	95
7. SOPORTE ELECTRÓNICO (C.D.)	98

ÍNDICE DE CUADROS

<u>Cuadro</u> <u>No. :</u>	<u>Título–Fuente</u>	<u>Página</u>
I	INSTITUCIONES QUE PARTICIPAN EN EL PAGO DE LOS BONOS DEL CANJE. Fuente: Presentación del Citibank del 6 de marzo de 2015 (6.23.).	37
II	EMISIONES DE GOBIERNOS EMERGENTES POR LEGISLACIÓN. Fuente: Elaboración propia en base a Das, Papaioannou y Trebesch 2012 (5.10).	41
III	QUITA PROMEDIO POR PERÍODO. Fuente: Elaboración propia en base a Cruces y Trebesch, 2013 (5.9).	49

ÍNDICE DE GRÁFICOS

<u>Gráfico</u> <u>No. :</u>	<u>Título–Fuente</u>	<u>Página</u>
I	DURATION Y CONVEXITY DEL Bono de la Provincia de Buenos Aires 2015. Fuente: Reuters y Dumrauf (5.11.).	26
II	CURVA DE BONOS DEL TESORO DE EEUU DE JUNIO 2015. Fuente: Reuters.	27
III	RESERVAS INTERNACIONALES, SALDO COMERCIAL Y ENDEUDAMIENTO NETO VS. TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL ARGENTINA BRASIL 1995-2015. Fuente: Banco Central de la República Argentina, INDEC, IPC CABA y Reuters.	53
IV	PRECIO DE BONOS Y RESERVAS. Fuente: Banco Central de la República Argentina y Reuters	59
V	EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS BUITRE. Fuente: Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34)	70

1 . RESUMEN DEL TRABAJO

Este trabajo se inspiró en el juicio que impulsó el *pari passu* –los acreedores son todos iguales-, por el cual un grupo de bonistas que representan el 1% o menos del total de acreedores del default de 2001 logró bloquear el pago al 93% de los acreedores que aceptaron una quita de su deuda para poder cobrar.

Este trabajo no busca expresar un juicio de valor sobre los fondos buitres; por el contrario, partimos de la base de que el modelo de negocios de los fondos buitres es rentable, que los grandes centros financieros no parecen dispuestos a impedir su actuación (votan en contra de cualquier iniciativa que pretenda limitar el modelo de negocio) y que Paul Singer (el fundador de uno de estos fondos) tiene fuertes influencias sobre la política de EEUU.

Por lo tanto, buscamos salir de la antinomia “patria o buitres” para entender cuáles fueron los errores evitables que se cometieron y que nos llevaron a esta situación. Para esto no solo analizamos con profundidad el caso argentino, sino que estudiamos al total de países que reestructuraron su deuda bajo legislación extranjera (típicamente de Nueva York o de Londres), cuántos recibieron demandas y, de esas demandas, cuántas fueron impulsadas por fondos buitres. Por último, repasamos las propuestas de los teóricos y las reacciones de los mercados a fin de proponer una solución para nuestro país, asumiendo que el modelo de negocio de los fondos buitres no mermará y habrá que aprender a blindarse para no ser el blanco de estos fondos.

Con el objetivo de que cualquier persona no capacitada en estos temas pueda comprender el trabajo, el mismo contiene un repaso de los conceptos básicos de valuación de bonos y reestructuración de deudas soberanas, para luego adentrarnos en temas más específicos, como las cláusulas legales que tiene cualquier oferta internacional (entre ellas, la cláusula *pari passu*).

Para entender la problemática de las reestructuraciones, utilizamos el *paper* de Cruces y Trebesch, 2013 (5.9), que contiene la base de datos más importante hasta la fecha, con 187 reestructuraciones sucedidas entre 1970 y 2013 y actualizadas hasta agosto de 2014. Una de las particularidades de esta base de datos es que contiene un cálculo unificado de la quita (*haircut*) que aceptaron los acreedores en todas las reestructuraciones de deuda, lo cual vuelve comparables los casos.

El *paper* muestra que la quita promedio entre 1978 y 2010, en términos de valor presente neto, fue del 37%, y si se la pondera por el volumen de la muestra se reduce al 30%. Esto implica que, en promedio, los inversores pudieron preservar casi dos tercios del valor de su inversión en las reestructuraciones de las últimas décadas. Este grado de pérdida es sorprendentemente bajo, en comparación con las reestructuraciones de deuda corporativa. De acuerdo con la mayor base de datos de reestructuraciones de bonos y préstamos corporativos de Estados Unidos, realizado por Moody, 2008 (5.27), la quita promedio entre 1982 y 2005 fue del 64%. Esto es más del doble de la quita ponderada para la deuda soberana.

Luego de analizar distintos datos y la literatura sobre el tema, encontramos que los mayores problemas a la hora de reestructurar deudas vienen de la mano de las diferencias entre los acreedores. Con el fin de comprender mejor estos conflictos distinguiremos cuatro tipos de acreedores; primero están los acreedores comunes, que tenían los títulos o préstamos antes de la cesación de pagos o *default*,

cuando el precio del activo financiero no descontaba un *default* (típicamente un bono en *default* o cerca de él cotiza muy por debajo de la par). Estos acreedores podrían llevar su reclamo a una corte y nunca aceptar una reestructuración propuesta por el país acreedor, volviéndose *holdouts*, o pueden aceptar la propuesta y volverse *holdins*.

El tercer grupo está integrado por los inversores especializados (*distressed debt funds*), que compran bonos o préstamos a precios de *default* para beneficiarse de los términos de la reestructuración. En general, estos fondos buscan una ganancia en el corto plazo; por lo tanto, rara vez realizan demandas judiciales.

El cuarto grupo son los denominados fondos buitres (*vulture funds*), que tienen la característica de comprar bonos cuando el precio tiene un gran descuento (como sucedió en Argentina en 2008) y no aceptan ninguna reestructuración, tienen abogados especializados en litigar y buscan cobrar el contrato original más los intereses compensatorios. El método es entablar demandas judiciales hasta que una fructifica y obtienen un fallo favorable; a partir de ahí dedican todo su tiempo a realizar embargos hasta que logran bloquear el pago de los *holdins*, y así en la mayoría de los casos logran poner entre la espada y la pared al Gobierno, que finalmente les paga.

De estas diferencias entre acreedores surgen los problemas de acción colectiva, que surge cuando, por ejemplo, un país debe pagar U\$S 100 por año a 100 acreedores y tiene ingresos disponibles por U\$S 50. Si el país no consigue nuevos fondos, debe reestructurar su deuda. Supongamos que reestructura y consigue que el 99% de los acreedores acepten una quita del 60%; ahora tendrá que pagar U\$S 40 por mes, pero para que el 99% acepte el canje tuvo que haber dejado por escrito que ningún acreedor recibirá un trato diferencial. En principio le sobran 10 por mes, le quedó un acreedor sin aceptar el canje y se comprometió con los 99 acreedores que aceptaron el canje que ese acreedor que no aceptó no podrá recibir más que los que aceptaron. Los 10 por mes es el objetivo que persiguen los *holdouts* y los fondos buitres por medio de demandas judiciales. Pero el problema radica en que si todos los acreedores se comportaran como los fondos buitres o los *holdouts*, ningún acreedor aceptaría una quita y nadie cobraría nada porque el país es insolvente, perjudicándose a la vez todos los acreedores y el deudor.

Si bien los bonos que entraron en default en 2001 no tenían Cláusulas de Acción Colectiva (aunque para sea época la legislación del Reino Unido las recomendaba), por las cuales una mayoría puede imponer la aceptación del canje al 100% de los acreedores, es importante decir que aún cuando las tuvieran, no es fácil conseguir dicha mayoría; mucho menos en casos con una alta dispersión entre los acreedores, como es el caso argentino. Y, además, hay una gran discusión teórica respecto a la efectividad de dichas cláusulas.

Comprendido el principal problema de las reestructuraciones, buscamos estimar qué tan comunes son estos problemas. Das, Papaioannou y Trebesch, 2012 (5.10), muestran que, desde que comenzaron las emisiones de bonos emergentes en el mercado internacional hasta marzo de 2009, hubo 631 emisiones de países emergentes, de las cuales el 69% tuvieron legislación de NY y 22% legislación inglesa. Es decir, la gran mayoría del mercado emergente tiene bonos emitidos bajo la ley de Nueva York o la ley londinense.

Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34), analizaron cada demanda en Estados Unidos y el Reino Unido (UK) desde 1976. Según este *paper*, mientras en los 80 solo el 10% de los países tenían demandas cuando reestructuraban sus deudas, en los últimos años las demandas aumentaron a más del 40% de los casos. Y del total de demandas, más del 75% fueron impulsadas por fondos buitres. Adicionalmente, la participación de los litigios judiciales con intentos de embargar bienes aumentó desde menos del 20% a principios de 1990 a casi el 50% en los últimos años. Los fondos buitres son mucho más propensos a iniciar pedidos de embargos; el 56% de los casos que tienen como acreedor un fondo buitres involucran al menos un intento de embargar activos, en comparación con sólo el 21% de los casos dirigidos por otros acreedores.

En cuanto al tipo de países, los gobiernos en América Latina y África fueron los más afectados; representan 79 y 27 de las demandas de los acreedores (de 120), lo que explica porque los grandes centros financieros (Estados Unidos, Israel, Canadá, Japón, Alemania e Inglaterra) votan en contra de las iniciativas anti buitres.

Dada la importancia de los fondos buitres en el total de demandas, buscamos conocer más estos fondos. Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34), explican que en la década de 1990 entran al mundo de los litigios judiciales de deuda soberana los fondos buitres, que a menudo tienen sede en paraísos fiscales, como Liechtenstein o las Islas Vírgenes Británicas, y muchas veces actúan como vehículos temporales; es decir, se establecen exclusivamente para perseguir un caso específico.

El primer éxito de estos fondos fue el caso CIBC contra el Banco Central de Brasil. El caso fue puesto en marcha por la familia Dart, que había adquirido US\$ 1,4 mil millones de deuda de Brasil a largo plazo en el mercado secundario, pero se negó a participar en el Plan Brady, que cerró un acuerdo en 1992. En lugar de ingresar en el acuerdo, la familia Dart decidió ir a juicio. Después de una sentencia favorable, Brasil acordó devolver una parte de los intereses vencidos, y la familia Dart fue capaz de vender toda su participación en la deuda. Este caso, además, jugó un papel importante para el desarrollo de la jurisprudencia, ya que debilitó la llamada defensa Champerty, que prohibía la compra de deuda con la intención principal de establecer una demanda. La cláusula Champerty podría haber socavado el modelo de negocio de los fondos buitres.

Cuando empezamos a debatir la solución sobre este problema encontramos que existen prejuicios sobre las reestructuraciones, que impiden implementar una solución. Por un lado, existe el prejuicio de que cualquier medida que se implemente, destinada a facilitar las reestructuraciones de deuda pública, generará una ola de *defaults*. Esta idea implica que mejorar el sistema de reestructuraciones generará la tentación en muchos gobiernos de no pagar su deuda. Sin embargo, el *paper* de Sandleris, 2015(5.32), explica que, contrariamente a la sabiduría convencional, los principales costos de un default no están relacionados con la exclusión del soberano de los mercados de crédito, o su acceso a mayores costos, sino con los efectos negativos sobre el comercio y el crédito internacional y nacional para el sector privado. Estos efectos, en lugar de ser causados por sanciones impuestas por los acreedores, se deben a las consecuencias de un *default* sobre los balances de las empresas argentinas y sobre las expectativas.

Según este *paper*, los efectos de un default son: el descenso de 1 o 2 puntos porcentuales en el comportamiento del PBI (este efecto es más grande si el *default* lleva a una crisis bancaria), la disminución en el comercio total para el país deudor de aproximadamente 3,2% anual durante varios años y el descenso de la inversión extranjera directa. También señala la reducción del crédito externo a las empresas privadas nacionales (20% por debajo del promedio de otros países durante la renegociación de la deuda y con persistencia por más de dos años después de alcanzar un acuerdo de reestructuración) y un descenso del 8,6% en el crédito privado interno.

En el mismo sentido, normalmente se piensa que si existieran bonos que tuvieran mayor facilidad para salir de un *default* deberían mostrar una mayor prima de riesgo que otros bonos que no tienen esa facilidad. Sin embargo, el *paper* de Eichengreen, 1999 (5.13), analiza el impacto en los costos de financiamiento de la inclusión de Cláusulas de Acción Colectiva (que imponen un acuerdo al ciento por ciento de los acreedores). Para ello toma una muestra de unos 2.000 bonos internacionales sujetos a la legislación del Reino Unido, que suelen incluir cláusulas de acción colectiva y los compara con los bonos con legislación New York, que normalmente no se emiten con esas cláusulas. Contrariamente a las afirmaciones de algunos participantes de los mercados, encontró que las cláusulas de acción colectiva, de hecho, reducen el costo de los préstamos para los emisores, que parecen beneficiarse de la capacidad de valerse de un proceso para realizar una reestructuración ordenada.

Por último, existe la idea de que es más seguro tener bonos con legislación NY o UK; sin embargo, el *paper* de Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34), explica que para obtener éxito en una de esas cortes hay que seguir el modelo de negocio de los fondos butre, que tiene un costo altísimo. Este modelo implica realizar cientos de demandas sobre distintas cláusulas y luego, si alguna es aceptada, sostener el litigio en promedio durante 6 años. Por lo tanto, termina sucediendo que la gran mayoría de los demandantes minoristas aceptan el canje con quita o terminan vendiendo sus bonos a los fondos butre, que son los reales beneficiados por esas cortes.

Ahora repasamos en forma cronológica las soluciones que encontramos en la literatura respecto a los fondos butre.

En 2002 el Fondo Monetario Internacional (FMI), de la mano de Anne Krueger, 2002 (5.23), proponía una ley de quiebras internacional; la idea era crear un comité internacional que aplique los puntos destacados por Krueger en su Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana (SDRM: Sovereign Debt Restructuring Mechanism): un tiempo para que no se le puedan embargar bienes al deudor (*stay*), que el financiamiento nuevo tenga prioridad de cobro, que se traten todas las deudas juntas y que sea extensivo al 100% de los acreedores con una votación de una mayoría definida. Esta propuesta no se aplicó, básicamente, por la resistencia de las plazas financieras más perjudicadas, como NY y UK, y de los propios fondos butre.

La solución de Anne Krueger de sancionar una ley internacional de quiebras nos parece la mejor a nivel teórico, pero impracticable a nivel real. Primero, porque no existen leyes internacionales que puedan imponerse compulsivamente a todos los países y, segundo, porque ninguno de los grandes centros financieros abandonarían los ingresos que les generan los bonos emergentes. Un ejemplo claro de estos puntos lo

ofreció la votación en la ONU sobre los procesos de reestructuración de la deuda soberana: los seis países que votaron en contra fueron Estados Unidos, Israel, Canadá, Japón, Alemania e Inglaterra (vale aclarar que 136 países votaron a favor) (6.18).

Últimamente, el FMI propone modificaciones a las Cláusulas de Acción Colectiva que UK aplica desde hace un siglo, y no han evitado que prospere el negocio de los fondos buitres. La solución del FMI de reformular las cláusulas continuamente lo único que hace es llegar tarde a la capacidad de encontrar vacíos legales que tienen los fondos buitres.

Este año Bélgica aprobó una ley (5.2) que limita los derechos de los acreedores que buscan un beneficio estimado como ilegítimo (comprar a un valor y reclamar por otro muy superior). Para ello les brindan una herramienta a los jueces para identificar tipos de demandas que corresponden al accionar de los fondos buitres. Si el litigante resulta ser un fondo especulativo, sólo podrá obtener de la justicia belga el precio inicialmente pagado por los títulos de deuda. El juez podrá también rechazar una decisión emitida en el extranjero. Pero, claramente, las plazas financieras más importantes nunca aprobarían estas leyes.

Por lo tanto, nuestra conclusión es que el FMI y los países que tienen un gran ingreso por ser plazas financieras de bonos emergentes (EUA y UK) no tienen incentivos para mejorar el sistema de reestructuración soberana y, por el contrario, van a seguir manteniendo el modelo de negocio de los fondos buitres.

Por lo tanto, ya que no vamos a poder cambiar el funcionamiento financiero internacional, proponemos cambiar nuestra mirada sobre la deuda Pública, enviando un proyecto de ley al Congreso de la Nación que contenga los siguientes puntos:

- I. Que se prohíba emitir deuda en moneda extranjera para mantener atrasado el tipo de cambio. Esto sucedió en el período 1998-2001 (deuda en NY) y en el presente año con el *swap* chino. Estos períodos implican tomar una gran cantidad de deuda en moneda y legislación extranjeras para evitar lo inevitable, una devaluación (esto se explica en el caso argentino, sección 3.5.). Creemos que la deuda en moneda extranjera debe ser únicamente tomada para inversiones en infraestructura que contengan bienes y servicios que deban ser importados porque no se produzcan en el país; evitar sobre endeudarnos es el primer paso para defendernos de los fondos buitres. Para cumplir con este objetivo proponemos una manera objetiva de definir el atraso cambiario, aunque desde ya hay infinidad de formas de analizarlo. La forma de determinar que existe atraso cambiario podría ser que se reúnan dos condiciones. La primera es que el tipo de cambio real bilateral con uno, de los tres principales socios comerciales se encuentre por debajo de la banda inferior, de un sendero deseado. El sendero podría ser definido por el promedio del tipo de cambio real bilateral de los últimos diez años, más, menos un desvío estándar. La segunda condición es que se observe uno de los siguientes efectos del atraso cambiario, que el balance comercial mensual sea deficitario, o que las reservas internacionales netas de deuda financiera pública, se reduzca en la comparación de un mes respecto al mismo mes del año anterior 15% o más.

Considerando como deuda financiera pública aquella tomada por cualquier organismo público (Banco Central, Bancos públicos comerciales, Gobierno Nacional, Provincial o Municipal) o empresas con participación estatal.

- II. Para cumplir con lo anterior, cada emisión de deuda en moneda extranjera debe estar atada a una aplicación específica, que podrán ser inversiones en infraestructura que contengan bienes y servicios que deban ser importados porque no se produzcan en el país o la refinanciación de una deuda en moneda extranjera (siempre que no exista superávit comercial o reservas internacionales de libre disponibilidad para cancelarla sin tomar deuda), pero específicamente no se podrá tomar deuda en moneda extranjera para mantener el tipo de cambio artificialmente apreciado.
- III. Para asegurarse de esto, también deberá prohibirse la reasignación presupuestaria de fondos en moneda extranjera.
- IV. Deberá quedar prohibido la emisión de deuda con legislación extranjera que no sea para refinanciar deuda que ya se encuentre en esa legislación, si previamente no se intentó colocar deuda con legislación argentina. Esta increíble renuncia a nuestra soberanía sigue ocurriendo, en medio del conflicto *pari passu*, la Provincia de Buenos Aires y la Ciudad de Buenos Aires, siguieron emitiendo deuda en el mercado de NY, como si nada hubiera pasado.
- V. Que los contratos bajo legislación nacional de deuda en moneda extranjera contengan una cláusula por la cual el reclamo, en caso de *default*, solo pueda ser hecho por el monto que se pagó al momento de adquirir la deuda. Esto creemos que puede socavar en lo más profundo el modelo de negocio de los fondos buitres (comprar con un gran descuento y reclamar el 100 %).
- VI. Además, observamos que tanto en el caso del Perú como en el de Argentina, la designación de una ruta específica de pago, informada en el contrato, generó la imposibilidad de cambiar la institución o el lugar de pago sin caer en *default*. Esto pone entre la espada y la pared al gobierno que decida no pagarle a los fondos buitres, pero quiera seguir cumpliendo con los *holdins*. Por lo tanto, sugerimos que los contratos de endeudamiento contengan una ruta alternativa de pago que implique el uso de instituciones de distintos países.
- VII. Finalmente, las Cláusulas de Acción Colectiva deberán ser por el total de los bonos con legislación externa, y no por serie (cada bono puede tener distintas series, por ejemplo los bonos Discount en dólares Ley NY que se emitieron originalmente en el canje de deuda 2005 con vencimiento en el año 2033 y cupón de interés 8,28% anual, tiene tres series, la original de 2005 (ISIN US040114GL81 por U\$S 3.058 millones), y las emitidas en el canje 2010 (ISIN XS0501195050 por U\$S 5 millones, se les dio a bonistas que habían entrado al canje 2005 y quisieron canjear su serie por la nueva) y (ISIN XS0501194756 por U\$S 924 millones, se les dio a bonistas que no habían entrado al canje 2005 y quisieron entrar en 2010). La idea de que las CAC's se voten por el total de bonos y no por serie, evitaría que un acreedor pueda bloquear una reestructuración por mayoría, comprando una serie de sólo U\$S 5 millones.

Dado que las tasas de Estados Unidos, Europa y Japón siguen en mínimos históricos, aun cuando la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) comience a subir sus tasas de Fed Funds, tardarán años en volver a los niveles pre crisis (4 o 5%).

En consecuencia, el mundo seguirá buscando rendimientos extraordinarios en los países emergentes. Esto implica que nuestros países hoy tienen la posibilidad de imponer ciertas condiciones.

Finalmente, nos gustaría dejar una última reflexión: la única forma de volvernos una nación adulta y responsable que pueda crecer es poner un límite a los abusos de los acreedores externos, que reclaman un monto que nunca le prestaron al país, e impedir que los gobiernos nacionales actúen irresponsablemente al tomar deuda en moneda extranjera con legislación extranjera por millones de dólares o yuanes para sostener un tipo de cambio irreal por algunos meses, subordinándonos a las leyes de otros países.

2. INTRODUCCIÓN AL TEMA

La deuda pública es un instrumento que, bien utilizado, sirve para el desarrollo de los países a través de la construcción de obras de infraestructura necesarias para el crecimiento, las que de otra forma serían imposibles de financiar con ingresos corrientes (recaudación de impuestos). Otro uso de la deuda es morigerar las crisis, financiando déficits fiscales (el déficit fiscal se presenta cuando un gobierno gasta más de los ingresos que obtiene por recaudación de impuestos) que surgen por situaciones extraordinarias. Ello permite amainar los efectos de la crisis.

Sin embargo, cuando este instrumento se lo utiliza para financiar déficits fiscales persistentes, para mantener un tipo de cambio insostenible o, simplemente, se utiliza sin respetar los parámetros que delimitan la proporción de deuda en moneda extranjera que es saludable tener (según el tamaño del PBI, las reservas internacionales y el nivel de las exportaciones netas de cada economía), se termina afectando negativamente el desarrollo del país, porque los servicios de deuda (intereses y capital) se vuelven tan onerosos que reducen la capacidad del Estado para realizar inversión pública, y esto hace caer el PBI; Sach, 1984 (5.31), ya advertía sobre este problema.

Esta tesis se focaliza en la deuda pública nacional en moneda extranjera, que por una situación de crisis, termina reestructurándose en peores términos para los acreedores. En particular, nos interesa saber cómo debe instrumentar un gobierno una reestructuración de deuda, cuando ella es insostenible (una excesiva cantidad de deuda en moneda extranjera con vencimientos en el corto plazo), bajo el supuesto de que cuando había tiempo de hacer políticas correctivas (de ahorro fiscal o de canjes voluntarios) no se hicieron y no hay más alternativa que realizar una reestructuración en peores términos para el acreedor.

Así queremos conocer las características de una reestructuración de deuda soberana, cuando en la misma participan tenedores de bonos no residentes, es decir, con deuda externa, independientemente de la legislación. En general, se define deuda pública interna a la que tiene legislación nacional, mayormente en moneda local y la mayoría de los acreedores son residentes. En contraste, la deuda pública externa tiene la jurisdicción legal de otros países, está siempre denominada en moneda extranjera y en su mayoría está en poder de residentes extranjeros. Sin embargo, cabe aclarar que existe deuda en moneda extranjera con ley nacional y que en el juicio que impulsó el *pari passu* (caso argentino) se discute si los bonos en dólares con legislación argentina son deuda externa, como dice el juez Griesa de NY, o son deuda interna, como dice el Gobierno Nacional (la Corte de Apelaciones de NY aún no resolvió sobre la materia).

Queremos saber cuáles son los problemas que habitualmente enfrenta un país que reestructura su deuda y qué soluciones plantea la literatura a la fecha. Luego queremos fundamentar con la información encontrada si coincidimos con las soluciones planteadas por la literatura o creemos que la mejor forma de resolver una crisis de deuda es otra alternativa que aún no ha sido planteada.

En la actualidad existen algunos prejuicios respecto a los *defaults* (cesación de pagos) de los Gobiernos Nacionales (soberanos) y a las soluciones propuestas (como la reestructuración o recompra de deuda); básicamente, se cree que cualquier sistema, cláusula legal o artilugio que facilite la solución de un *default* hará

más tentador, para un gobierno endeudado, declarar la cesación de pagos. Sin embargo, el *paper* de Sandleris, 2001 (5.32), explica que contrariamente a la sabiduría convencional, que parece creer que los principales costos de un default están relacionados con la exclusión del soberano a los mercados de crédito, o su acceso a mayores costos, los principales costos de un default están relacionados con sus efectos negativos en el crédito, internacional y nacional, sobre el sector privado y el comercio. Estos efectos, antes que parecer causados por sanciones impuestas por los acreedores, se deben al efecto de un default sobre los balances de las empresas nacionales y sobre las expectativas.

Resumidamente, los efectos de un default son, el descenso de 1 o 2 puntos porcentuales de crecimiento del PBI (este efecto es más grande si el default lleva a una crisis bancaria). Una disminución en el comercio total para el país deudor de aproximadamente 3,2% por año durante los años siguientes. Un descenso de la inversión extranjera directa. Una disminución en el crédito externo a las empresas privadas nacionales del 20% del promedio de los países durante la renegociación de la deuda, y persiste más de dos años después de alcanzar un acuerdo de reestructuración. Y un default genera un descenso del 8,6% en el crédito privado.

En el *paper Principios sobre la promoción responsable de préstamos soberanos y de endeudamiento* de la UNCTAD, 2011 (5.36), observamos un primer intento de cambiar la mirada del culpable de los *defaults*, desde el acreedor a una responsabilidad compartida entre el deudor y el acreedor. Esto es mucho más destacado cuando hablamos de reestructuraciones de deuda, porque en general los que asesoran al inversor y al emisor son especialistas en la materia. Es decir, si la tasa de interés que pagan los soberanos de EEUU y Europa ronda el 1% y Argentina paga el 10%, está claro para los asesores financieros que existe un riesgo mayor en este último acreedor.

Adicionalmente, la evidencia muestra que los países no ingresan en *default* pudiendo optar por pagar o refinanciar sus deudas en iguales términos financieros para el acreedor; de hecho, algunos investigadores, como Anne Krueger, 2002 (5.23), indican que la ausencia de incentivos adecuados que aseguren una reestructuración de deuda ordenada y breve, cuando se trata de deuda insostenible, es una importante desventaja del sistema financiero internacional. Hay consenso respecto a que el proceso actual de reestructuración de deuda soberana es más prolongado, más impredecible y más dañino para el país y sus acreedores de lo que sería deseable. Es decir que si existiera un sistema para resolver las crisis de deuda de una forma ordenada, como la que existe en una empresa privada bajo una ley de quiebras, se podría llegar a reestructurar la deuda antes, lo cual generaría menores pérdidas para los acreedores (menores quitas) y menores pérdidas para los deudores (una menor caída en el PBI, acceso a los mercados financieros más rápido y con menos castigo, etcétera).

Un segundo prejuicio es que las legislaciones de NY (Estados Unidos) y UK (Reino Unido) defienden mejor al inversor o acreedor que al deudor. Pero Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34), demuestran que el 75% de las demandas actuales las iniciaron fondos buitres. Esto se debe a que para ganar un juicio, los fondos buitres inician varias demandas al mismo tiempo en distintas cortes, esperando que alguna fructifique, y litigan durante años, con lo cual el costo de obtener una sentencia favorable es imposible de afrontar para los inversores minoristas, que terminan mal vendiendo sus bonos en *default* a estos fondos. Además, otra característica

de estos fondos buitres es que compran la deuda cuando su paridad ya descuenta el default; es decir, el actual sistema de legislaciones de NY y UK defiende a los fondos que especulan comprando deuda a precios de default antes que a los inversores originales que le prestan a los países de buena fe. Es decir, las legislaciones de NY y UK terminan favoreciendo a los fondos buitres, antes que a los inversores minoristas que confiaron en esas leyes.

Incluso, existe el prejuicio de que los fondos buitres son útiles ante un default, porque le compran la deuda en default a los acreedores que necesitan fondos. Sin embargo esto lo hacen también los distressed debt funds, que compran deuda cuando el precio descuenta el default, pero lo hacen para beneficiarse de los términos de la reestructuración de deuda y no para litigar.

Un tercer prejuicio es que los fondos buitres son un problema específico de la Argentina y que son un tema novedoso. Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34), demuestran que desde 1992 existen estos fondos con el actual modelo de negocio. Pero este es un tema que viene creciendo desde la caída de la cláusula Champerty, que se aplica a las reestructuraciones de empresas privadas y por algún tiempo se aplicó a soberanos. Esta cláusula impedía a los inversores comprar bonos en *default* con la única finalidad de litigar en una corte. Así, mientras que a principios de 1990 las demandas eran menos del 20% del total de las reestructuraciones, en el año 2000 llegaron a casi el 50% de las reestructuraciones soberanas.

El primer objetivo de la tesis es introducir a cualquier lector al mundo de las reestructuraciones soberanas, explicándole los conceptos básicos de qué es un bono, cómo se calcula una quita, cómo es una reestructuración de deuda a nivel internacional, cuáles son los temas legales que se deben tener en cuenta (como las cláusulas que debieran incluirse en los bonos, cuya redacción se discute actualmente) y cuáles son los principales problemas de un *default*; por ejemplo, los problemas de acción colectiva, las demandas judiciales, los fondos buitres, la demoras en reestructurar, los mayores costos de financiamiento post reestructuración, la exclusión del mercado financiero internacional, la caída en la inversión y en el PBI, el impacto sobre las instituciones financieras, las quiebras bancarias, etcétera.

Un segundo objetivo es brindar información detallada de las reestructuraciones de deuda, que características tuvieron, cuántas reestructuraciones existieron, cuál fue la quita promedio, etcétera.

El tercer objetivo es investigar cuáles fueron las demandas judiciales que sufrieron los países que reestructuraron y cuál es la forma característica de actuar de los demandantes; en particular, nos interesan los fondos buitres porque son el grupo que mayoritariamente demanda a soberanos.

Para pensar en soluciones a estos problemas resumiremos cuáles son las propuestas por el FMI. En particular, vamos a pararnos en dos puntos de la discusión académica del FMI, replicada por la gran mayoría de los organismos internacionales. El primer punto, que transparentó el inicio de estas discusiones es el *paper* de Anne Krueger, 2002 (5.23), en el cuál presenta un *Mecanismo de Reestructuraciones para Países Soberanos* (SDRM por sus siglas en inglés); el mismo explica las ventajas de

tener un mecanismo similar a las empresas cuando quiebra un país, lo que volvería organizado y previsible un default. La última propuesta del FMI es el cambio en la redacción de las cláusulas de acción colectiva y del *pari passu*, como única solución posible a los problemas de acción colectiva. Además detallaremos la ley aprobada por Bélgica.

La motivación del trabajo viene dada porque observamos que el mundo atraviesa dos situaciones muy particulares. La primera es que muchos países del primer mundo se encuentran fuertemente endeudados (Japón, EUA, Italia, España, Irlanda, etcétera), y esto pone el foco en la búsqueda de una solución a estos temas. La segunda característica es que las tasas de interés o rendimiento de los bonos de los países desarrollados se encuentran cercanas al 0%; por lo tanto, la mayoría de los inversores del mundo tiene el incentivo de recurrir a los países emergentes en búsqueda de mayores rendimientos.

Creemos que estas dos características generan una oportunidad histórica para plantear una solución más razonable sobre los problemas de cesación de pago soberano.

3. DESARROLLO DEL TRABAJO

3.1. Conceptos fundamentales de Renta Fija

Debido a que el objetivo de este trabajo final es que cualquier lector pueda comprender la complejidad del problema que se plantea y analice críticamente las soluciones propuestas, realizamos este capítulo que contiene los conceptos financieros elementales para comprender el mundo de los valores financieros de renta fija. Al lector con conocimientos financieros le sugerimos pasar directamente al punto 3.2.

Esta sección se realizó en base a Dumrauf (5.11), Sarto (5.33), FMI, 2001 (5.16), Adrogué y Anido, 1998 (5.1) y González, 2007 (5.20).

Al final de este punto el lector debería poder responder a las siguientes preguntas: ¿qué es un bono?, ¿cómo se determina el precio de un bono?, ¿cuánto puedo ganar o perder en una inversión en bonos?, ¿qué variables afectan al precio de los bonos?

Se conoce como valores financieros de renta fija (6.1) a las inversiones en las cuales se conoce, con un nivel de predicción aceptable, cuáles serán los flujos de efectivo que se recibirán (cobro de intereses y de valor nominal, donde la tasa de interés podría ser fija o variable); algunos ejemplos de inversiones de renta fija son los valores financieros como bonos de deuda pública y obligaciones negociables (deuda privada). Por lo general, las inversiones en renta fija generan una menor rentabilidad que las inversiones en renta variable (acciones), pero presentan un menor riesgo (los activos de renta fija tienen menores fluctuaciones de precios que los activos de renta variable).

En contraposición, se conoce como renta variable a las inversiones en las que no se conoce de antemano cuál será el flujo de renta que generarán (incluso, la tasa de rendimiento puede llegar a ser negativa), pues depende de diversos factores, tales como el desempeño de una empresa, el comportamiento del mercado, la evolución de la economía, etcétera. Un ejemplo de inversiones de renta variable son las acciones. Por lo general, las inversiones en renta variable generan una mayor rentabilidad que las inversiones de renta fija, pero presenta un mayor riesgo.

Para empezar vamos a comparar un bono con un plazo fijo de un banco, ya que este último es ampliamente conocido. Un plazo fijo es un contrato entre un inversor y un banco, según el cual, el inversor le presta al banco un capital inicial de \$ 1.000 pesos durante un año y el banco se compromete a devolverle \$ 1.250 (el capital inicial de \$ 1.000 más un interés de, por ejemplo, \$ 250). Un bono funciona parecido: es una promesa de pagar un capital final a un inversor –por ejemplo, \$ 1.250 al cabo de un año-, pero con la diferencia que ese título valor se puede negociar en un mercado secundario y, por lo tanto, no hay que esperar un año para recibir el pago de \$ 1.250.

Ahora bien, en el mercado secundario el precio de estos valores financieros, que a partir de ahora llamaremos bonos, puede subir o bajar. Entonces nos preguntamos ¿cómo se determina el precio de un bono?

Para encontrar el precio de un bono comenzamos con un concepto fundamental en finanzas: el valor del dinero en el tiempo, que nos dice que un peso mañana no vale lo mismo que un peso hoy. Veamos dos ejemplos. Si tuviéramos que elegir entre recibir \$1.000 hoy o recibirlos al cabo de un año, parecería obvio que elegiríamos los \$ 1.000 hoy.

En cambio, supongamos que tenemos que elegir entre recibir hoy \$1.000 o recibir en un año \$1.250. Entre estas dos opciones la decisión es un poco más complicada, ya que por esperar un año estamos obteniendo un 25% más que si recibimos el dinero hoy, por lo que muchos quizás prefieran recibir \$1.250 en un año. La relación está dada por la siguiente ecuación:

$$\$1.000 = \$1.250 / (1+i)$$

Nótese que en la ecuación anterior el factor $1/(1+i)$ es el que me permite expresar un valor futuro (\$1.250) al día de hoy (\$1.000) o, dicho de otra forma, me dice cuánto vale hoy una promesa de cobrar \$1.250 dentro de un año. Despejando i de la ecuación, tenemos que $i = (1.250 - 1.000) / 1.000 = 0,25 = 25\%$.

Entonces, la tasa de interés se calcula como:

$$(\text{Capital final } (\$1.250) - \text{Capital inicial } (\$1.000)) / \text{Capital inicial } (\$1.000)$$

Un tema que suele traer confusiones es la diferencia entre las distintas tasas de interés. Las tasas que más se utilizan, ejemplificando para un semestre, son las siguientes:

- ✓ Tasa de Interés Nominal Anual (TNA) con capitalización semestral: $j(2)$,
- ✓ Tasa de Interés Efectiva Anual: i
- ✓ Tasa de Interés Efectiva Semestral: $i(2)$

Las tasas de interés nominales se utilizan para pactar las operaciones financieras; típicamente son las que informa el banco y, en general, se expresan anualmente. Es decir, si por un plazo fijo a un mes me ofrecen una tasa de interés nominal anual con capitalización mensual de 12%, para saber cuánto gano al cabo de un mes debería dividir la tasa de interés nominal anual por 12, con lo que obtendría un 1 % en un mes.

La tasa de interés efectiva anual es la que obtendríamos al cabo de un año, considerando interés compuesto.

Ahora bien, para conocer el valor de un bono hay que estudiar primero sus condiciones de emisión. Así encontraremos los siguientes componentes:

- ✓ El valor nominal (VN) es el importe que se obliga a pagar el deudor de acuerdo con una estructura temporal de amortización de dicho valor nominal. Históricamente, cuando los bonos se imprimían en papel (bonos escriturales), era el importe que aparecía impreso en el papel.

- ✓ La amortización (A) del valor nominal son los pagos que se producen durante la vida del bono en concepto de amortización del valor nominal (pueden ser en cuotas o todo al final, en cuyo caso el bono se denomina *bullet*).
- ✓ Cupón de intereses, I, es la tasa de interés del bono; los intereses pueden pagarse en efectivo o una parte puede sumarse al valor nominal (interés capitalizado=IC). Siempre se aplica al valor nominal residual.
- ✓ Indexación es el ajuste del valor nominal por algún índice, como el que representa la tasa de inflación (IPC) o la variación del tipo de cambio (TC).
- ✓ El valor nominal residual (VR) de un bono es la deuda por valor nominal que se encuentra viva, luego de restar las amortizaciones (A), y se le pueden sumar los intereses capitalizados o la indexación por tipo de cambio o CER (Valor nominal residual ajustado y capitalizado = VN – A + IC + IPC + TC). El valor nominal originario del bono es siempre el mismo; el valor nominal residual cambia durante la vida del bono.
- ✓ Vencimiento es la fecha en la que se termina de pagar la última cuota del valor nominal originario.
- ✓ Plazo es el tiempo entre la fecha de emisión y el vencimiento.
- ✓ Moneda de emisión es aquella en la cual se toma prestado, pero existen bonos que devuelven el capital y los intereses en otra moneda (por ejemplo, los bonos *Dollar Linked* que se suscriben y cobran en pesos al tipo de cambio oficial, pero se nominan en dólares).

Con el análisis de las condiciones de emisión del bono obtenemos su flujo de fondos; por ejemplo, supongamos un bono que se emite por un valor nominal de 100, paga un cupón anual del 8% en forma semestral, tiene un plazo de 5 años y amortiza todo el valor nominal al vencimiento. El flujo será de \$4 por semestre ($100 \cdot 8\% / 2 = 4$) hasta el último semestre que devolverá el interés semestral más el valor nominal (\$104). Ahora bien, ¿cuánto vale este bono?

Para averiguarlo necesitamos utilizar el concepto de Valor Presente; básicamente, lo que hacemos es preguntarnos: ¿cuánto pagaría hoy por una serie de cobros que recibiré en el futuro? Para esto utilizamos el factor $(1/(1+i))$ que estudiamos cuando vimos el valor del dinero en el tiempo.

El Valor Presente (VP) surge de sumar cada cobro (de interés y de valor nominal) dividido por un factor de actualización a interés compuesto $(1/(1+i)^n)$. La lógica de esto es aplicarle un “castigo” a cada cobro que voy a recibir para “traerlo” al valor que tendría hoy (porque al dividir un valor por un número mayor a uno $(1+k)$ lo que hago es reducir el cobro).

La fórmula del valor presente neto (6.2):

$$VPN = \sum_{t=1}^n (i + k) / (1 + i)^n \text{ y aplicada es:}$$

$$VPN = \frac{4}{(1+i)^{1/2}} + \frac{4}{(1+i)^{(1)}} + \frac{4}{(1+i)^{(3/2)}} + \frac{4}{(1+i)^{(2)}} + \frac{4}{(1+i)^{(5/2)}} + \frac{4}{(1+i)^{(3)}} + \frac{4}{(1+i)^{(7/2)}} + \frac{4}{(1+i)^{(4)}} + \frac{4}{(1+i)^{(9/2)}} + \frac{104}{(1+i)^{(5)}}$$

El único dato que no tenemos es i , que es la tasa de interés o de “castigo” que le aplico a mi flujo de fondo para llegar al valor presente del mismo.

Estimamos cómo cambia el valor presente neto de mi bono, a medida que la tasa de actualización (i), que se encuentra en el denominador de mi fórmula, toma distintos valores. Si $i = 5\%$, el valor de mi bono es \$114 (sobre la par, que es 100); si $i = 10\%$, el valor del bono es \$95 (bajo la par, que es 100).

La relación entre el precio del bono (valor presente neto), el cupón (o interés) y el rendimiento se resume así:

Precio del Bono	Relación entre cupón y Rendimiento
A la Par	Cupón = Rendimiento al vencimiento (YTM)
Bajo la Par	Cupón < Rendimiento al vencimiento (YTM)
Sobre la Par	Cupón > Rendimiento al vencimiento (YTM)

Esta relación implica que si la tasa de interés de la economía (i) es igual a 8%, que es la tasa de interés que paga el bono, el bono tiene un precio igual a U\$S 100 (a la par). A medida que sube la tasa de interés de la economía (i), los activos valen menos (tienen un menor valor presente neto), porque la tasa a la que se descuentan es más alta. Esta es la razón por la cual el mundo mira las tasas de EUA, esperando que una suba de las mismas haga caer los activos de EUA y del mundo.

Para encontrar la tasa de actualización utilizo otro bono ya existente. Supongamos que existe un bono que tiene la misma estructura financiera y ya cotiza en el mercado a \$90; entonces, teniendo un precio puedo obtener la tasa de actualización, que no es otra cosa que la TIR (tasa interna de retorno) de mi bono conocido.

Si el precio fuera \$90, y cobro lo mismo que con el otro bono, utilizo la fórmula TIR. NO. PER del Excel (que despeja de la ecuación de la página anterior, la letra i del denominador), y encuentro que la TIR es 10,9%.

Teniendo el flujo de cobros futuros (de interés y capital) y la tasa de descuento o TIR de un bono similar (10,9%), obtengo el precio (con la fórmula VNA.NO.PER del Excel), que lógicamente es \$90.

Pero hay que tener en cuenta cuales son los supuestos de la TIR. Este rendimiento supone que todos los flujos de interés y amortización que voy a ir cobrando desde que compro el bono hasta el vencimiento final del mismo, no se consumen y se reinvierten hasta el final de la vida económica. Además, la TIR supone que la reinversión de los flujos de fondos es a la misma TIR. Por lo tanto, una desventaja del cálculo de la TIR es que implica que las tasas futuras de rendimientos se mantendrán igual que las actuales y, por lo tanto, cada cupón se reinvertirá a la misma tasa, lo que es improbable.

A continuación introducimos parte del vocabulario de bonos.

- ✓ Monto *Outstanding*, es el monto del valor nominal originario por el porcentaje de valor nominal residual. Se supone que cuanto mayor es el *outstanding* de un bono, es más líquido; es decir, es más fácil de comprar y vender, porque está en más cantidad de acreedores.

- ✓ Intereses Corridos (accrued interest) es la tasa de interés o cupón por los días corridos en el período corriente sobre 365 por el valor nominal residual.
- ✓ Valor técnico o teórico, es el valor nominal residual más los intereses corridos. El valor técnico indica el valor de rescate del título al momento actual (Valor técnico = Valor nominal residual (\$) + Intereses corridos (\$)), para el caso de los bonos que capitalizan intereses el cálculo se hace sobre el capital ajustado. Es decir, Valor técnico = Valor nominal residual (\$) * Coeficiente de ajuste de capital (%) + Intereses corridos (\$).
- ✓ Paridad, es el precio sobre el valor técnico. La paridad de un bono es la relación del precio del bono con su valor técnico. Cuando la paridad del bono es del 100% se dice que el bono cotiza a la par. Si es mayor al 100%, sobre la par y si es menor, bajo la par.
- ✓ Precio *Clean*, es el precio sin incluir los intereses corridos.
- ✓ Precio *Dirty*, incluye los intereses corridos (en argentina los bonos cotizan *dirty*).
- ✓ *Current Yield* (rendimiento corriente), es el cupón sobre el precio *clean*, esta relación indica que cuanto mayor sea el precio, menor será el rendimiento corriente (del próximo año).

Hasta aquí suponíamos que compro un bono y me lo quedo hasta el vencimiento y calculaba la TIR. Ahora supondremos que puedo comprar un bono y venderlo antes del vencimiento; por lo tanto, quiero saber cuál es la ganancia o pérdida total de una inversión en bonos si cambia el precio del bono entre el momento de la compra y el momento de la venta.

A diferencia de la TIR (que supone que todos los cupones van a ser reinvertidos a la misma tasa y que mantenemos el bono hasta el vencimiento), el retorno total es una medida de rendimiento que incorpora un supuesto explícito respecto a la tasa de reinversión de los cupones y un supuesto sobre el precio final del bono (ganancia o pérdida).

Por ejemplo, supongamos que un inversor tiene un horizonte temporal de inversión de un año y compra un bono que tiene dos años de vida remanente. El bono tiene un cupón anual del 8% y el precio de hoy es \$100 cada 100 nominales. El inversor proyecta que dentro de un año, el rendimiento de los bonos a un año será del 3%. ¿Cuál sería el rendimiento total de la inversión?

Para resolverlo, tenemos que plantear ¿a cuánto podré vender dentro de un año, un bono que hoy vale U\$S 100, que me va a pagar un interés de U\$S 8 (8% por 100) y que va a rendir 3%? La respuesta es $108/(1+3\%) = \text{U\$S } 104,85$. Por lo tanto, el rendimiento total estimado es igual al cupón (U\$S 8) más el precio de venta (U\$S 104,85) menos el precio de compra (U\$S 100) todo sobre el precio de compra (U\$S 100) y arroja un retorno total estimado de 12,85% anual. Decimos que este retorno es estimado, porque estamos suponiendo el precio del bono de aquí a un año.

El próximo objetivo será que el lector pueda entender y calcular cuánto puede subir o bajar el precio de mi bono, si sube o baja la tasa de rendimiento. Para conocer esta “sensibilidad” del precio a la tasa de rendimiento de la economía estudiamos el concepto de Duration y Convexity.

Empezamos por el concepto de Duration con un ejemplo. Supongamos un bono a cinco años, con un cupón de 5%, que paga todo el capital al vencimiento. En la economía la TIR exigida a este emisor es del 5%; entonces, utilizando la fórmula de valor presente neto (VPN), el precio del bono es 100.

La fórmula de la Duration es la suma de cada cobro, descontado (y ponderado por el período) todo dividido por el precio (es decir, es la derivada primera del precio del bono respecto a la tasa):

$$D = \frac{\frac{5}{(1+5\%)^1} \times 1 + \frac{5}{(1+5\%)^2} \times 2 + \frac{5}{(1+5\%)^3} \times 3 + \frac{5}{(1+5\%)^4} \times 4 + \frac{105}{(1+5\%)^5} \times 5}{100} = 4,55$$

Luego, la fórmula de la Duration Modificada es:

$$DM = \frac{D}{(1+TIR)} = 4,33$$

La interpretación de este valor es el cambio porcentual aproximado en el precio del bono, como consecuencia de un cambio de 100 puntos básicos (1%) en la tasa de interés de la economía.

En nuestro ejemplo, como la Duration Modificada (DM) es 4,33, entonces, ante un cambio de un 1% en la tasa de rendimiento, el precio de nuestro bono cambia 4,33 dólares aproximadamente. Es decir, si sube la tasa de rendimiento 1% el precio del bono baja 4,33 dólares aproximadamente, y viceversa. De aquí se deriva la idea de que a mayor Duration mayor volatilidad; es decir, mayores fluctuaciones del precio ante pequeñas variaciones en la tasa de rendimiento exigida.

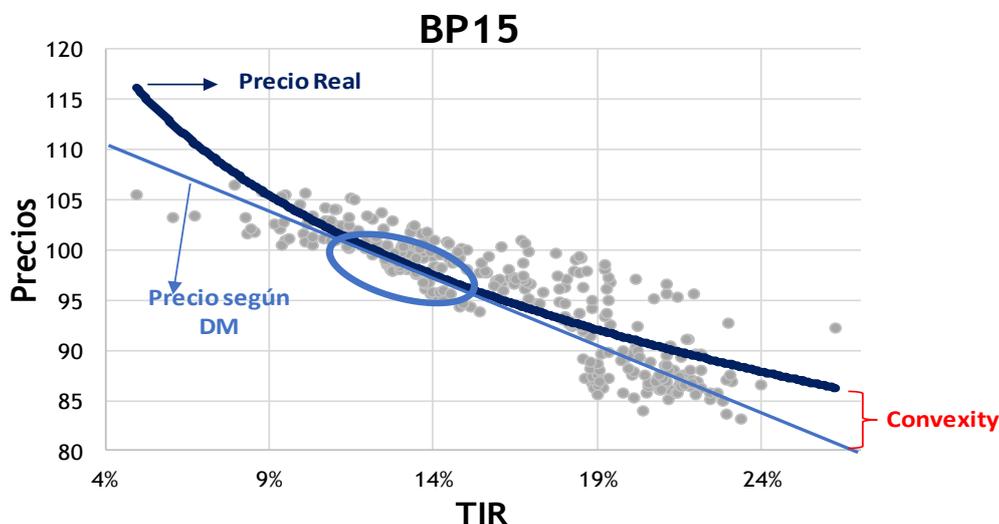
La DM depende del plazo de vencimiento en forma positiva, del cupón en forma negativa, de los rendimientos de la economía (TIR) en forma negativa y de la frecuencia en el pago de los cupones en forma negativa.

Geométricamente es una recta apoyada sobre una curva (y =precios, x =TIR), por lo tanto, la DM es un buen predictor ante pequeñas variaciones en las tasas de rendimientos.

A continuación introducimos un análisis más detallado de la variación del precio ante cambios en el rendimiento, conocido como *convexity* del bono.

La *convexity* del bono es el error de estimación entre la Duration Modificada y la real curva precio-TIR. Es decir, es el cambio en el precio no atribuible a la DM. La *convexity* es la derivada segunda del precio del bono respecto a la tasa.

GRAFICO I DURATION Y CONVEXITY DEL Bono de la Provincia de Buenos Aires 2015



Fuente: Reuters y Dumrauf (5.11.)

Mirando el gráfico anterior, para cambios chicos en la TIR (alrededor del círculo verde) cercanos al punto de la DM, la estimación provista por la DM es muy buena. Para cambios en la TIR fuera del círculo azul, la estimación de la variación del precio ante cambios en la tasa empeora. Por eso para cambios grandes se utilizan conjuntamente la *duration* modificada (DM) y la *convexidad*.

La estimación de la *convexidad* se realiza armando primero una tabla, y completando la siguiente fórmula:

Convexity				
T	Cash Flow	PV Cash Flow	PVCF x t	PVCF x t x (t+1)
1,00	5,0	4,8	4,8	9,6
1,00	5,0	4,8	4,8	9,5
1,00	5,0	4,8	4,8	9,5
1,00	5,0	4,8	4,8	9,5
1,00	105,0	100,0	100,0	200,0
Total		119,0	119,1	238,1

TIR	5,00%
Precio	100,0

$$\text{Convexity} = \frac{\text{PVCF} \times t \times (t+1)}{(1+\text{TIR})^2} \times \frac{1}{\text{Precio}} \times \frac{1}{2!} \times 0,01^2$$

$$\text{Convexity} = \frac{238,1}{110,25} \times \frac{1}{119,0} \times \frac{1}{2} \times 0,0001 = \mathbf{0,009\%}$$

Finalmente, para encontrar la variación del precio utilizamos los resultados de DM y Convexity en la siguiente fórmula:

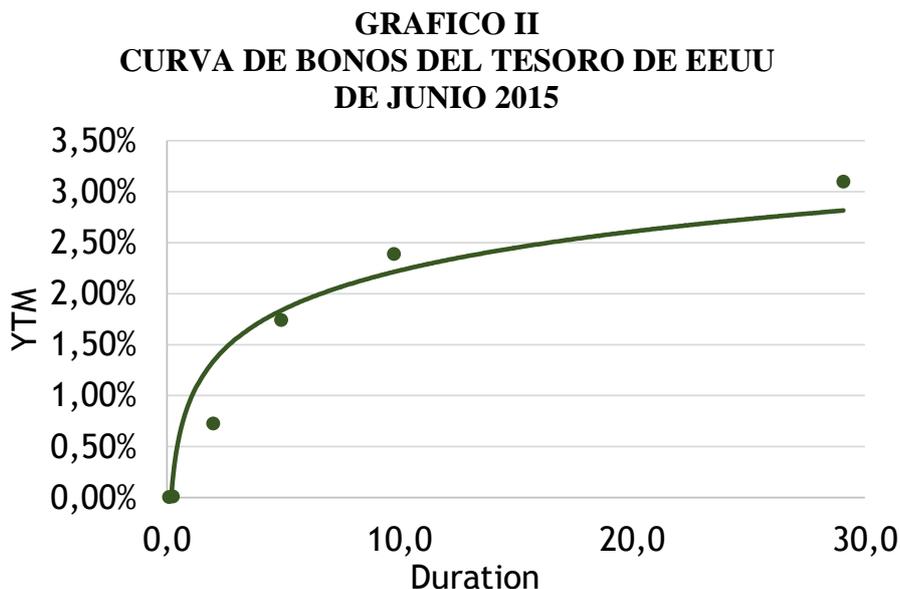
$$\begin{aligned} \text{Var. Precio} &= -DM \times \text{Var. TIR} \times \text{Precio} + \text{convexity} \times \text{Precio} \times \text{Var. TIR}^2 \\ -4,54 &= -4,55 \times 0,01 \times 100,0 + 0,009\% \times 100,0 \times 0,01^2 \end{aligned}$$

Esto indica que si la TIR se incrementa en 1% el precio del bono caerá 4,54 dólares.

La idea intuitiva es que a mayor plazo de vencimiento, mayor DM y *convexity*.

La convexidad es buena siempre, porque si sube la TIR, el precio cae menos cuanto mayor es la convexidad, y si baja la TIR, el precio sube más cuanto mayor es la convexidad. Por lo tanto, ante igualdad de TIR y *duration*, se elige el bono con mayor convexidad.

La relación entre el plazo de los instrumentos financieros y sus tasas de interés de mercado es conocida como Estructura Temporal de las Tasas de Interés (ETTI); en general se observa que a medida que aumenta el plazo de una inversión (*duration*) aumenta el rendimiento requerido por el inversor (TIR o YTM). Por eso la curva de rendimiento normal tiene el siguiente dibujo:



Fuente: Elaboración propia, con información de Reuters

Esto es porque a mayor plazo (*duration*), mayores riesgos enfrenta el inversor (riesgo de default, riesgo a que varíen los precios, riesgo de inflación, devaluación, etc) y, por lo tanto, hay que compensarlo con un mayor rendimiento (premio).

Además, esta curva positiva puede reflejar las expectativas de crecimiento de la economía o de mayor inflación (porque si hay inflación el banco central realizará una política monetaria contractiva subiendo las tasas).

La ETTI, entre otras cosas, se utiliza para elegir el plazo de la inversión que queremos realizar, porque en la forma de la ETTI se encuentran implícitas las tasas futuras proyectadas por el mercado. Antes de ver un ejemplo, distinguiremos entre dos tipos de tasas:

- ✓ La tasa de interés de contado o *spot interest rate* (ic) se obtiene de los bonos sin cupones o bonos cupón cero (*zero coupon bonds*, bonos que en vez de pagar un interés semestral, devuelven un capital mayor al inicial todo junto al vencimiento), como las lebacks (letras internas del Banco Central de Argentina).
- ✓ Las tasas de interés futuras o *future interest rates* (if) que el mercado espera que rijan en los próximos años y que se deducen a partir de las tasas spot para distintos plazos.

Por ejemplo, supongamos que un inversor tiene un horizonte de inversión de dos años, entonces debe decidir entre dos opciones de inversión:

- ✓ La opción A es invertir un bono a dos años por un rendimiento anual de 6,07%
- ✓ La opción B es invertir un bono a un año con un rendimiento anual de 2,41% y al vencimiento invertir un bono a un año nuevamente.

Si expresamos estas dos opciones con un esquema quedaría así:

	HOY	En 1 año	En 2 años
A	Bono a 2 años Tasa = 6,07%		
B	Bono a 1 año Tasa= 2,41%	Bono a 1 año Tasa=???	

Ahora queremos encontrar las tasas de interés del bono a un año en el segundo año, esto es lo mismo que la tasa de interés futuras (if); la misma se encuentra implícita en los precios de los títulos a distintos plazos, y se calcula de la siguiente forma:

Plazo	Precio	Interés Contado del período (IC)= $(\text{Precio}/10.000)^{-t}-1$	IC Anual $(1+\text{IC del período})^{p/t}-1$	if anual $(1+\text{IC 2 años})/(1+\text{IC 1 año})-1$
1 año	9.765	2,41%	2,41%	2,41%
2 años	9.428	12,50%	6,07%	3,57%

Donde, “t” es el número de días de la tasa efectiva y “p” es el número de días del sub período de capitalización.

Entonces, despejando puedo encontrar la tasa de interés a un año, para mi segundo año de inversión, que es 3,57%:

	HOY	En 1 año	En 2 años
A	Bono a 2 años Tasa = 6,07%		
B	Bono a 1 año Tasa= 2,41%	Bono a 1 año Tasa=3,57%	

Finalmente, para tomar una decisión sobre la fecha de vencimiento del bono a comprar hay que hacer una proyección; si yo proyecto que en un año la tasa a un año subirá por encima del 3,57%, debo comprar el bono más corto y renovarlo dentro de un año. Si por el contrario, estimo que en un año, la tasa a un año va a estar por debajo de 3,57%, debo comprar el bono a dos años (para aprovechar los mayores cupones y las subas de precios de los bonos que habrá cuando bajen las tasas).

Hasta ahora estudiamos cómo se calcula el rendimiento total de un bono y cómo afectan las tasas de rendimiento de la economía al precio de los bonos. También estudiamos la sensibilidad del precio de un bono a un cambio en la tasa de interés dependiente de la *duration* y cómo elegir el plazo del bono a comprar en base a la ETTI. El próximo objetivo es entender los riesgos ligados al emisor del bono ¿cómo averiguo si el gobierno que emitió un bono tiene fondos para devolverme el capital, es decir, cómo mido qué tan solvente es el emisor?

A continuación detallaremos algunos de los riesgos que afectan el precio de los bonos y, por lo tanto, el rendimiento.

El riesgo de reinversión lo analizamos cuando estudiamos la TIR; allí aprendimos que uno de los supuestos de la TIR es que cada vez que se cobra un cupón de interés o amortización se reinvierte a la misma tasa. Este supuesto no es fácil de cumplir en países que tienen grandes fluctuaciones en el valor de sus activos, como es el caso de nuestro país.

El riesgo cambiario se mide cuando se realizan inversiones en monedas distintas a la moneda nacional. En estos casos hay que tener en cuenta el factor de depreciación o apreciación real de la moneda extranjera. El riesgo de pérdida de poder adquisitivo se mide en relación con la tasa de inflación.

El riesgo de liquidez, indica con qué facilidad puedo comprar y vender un activo, cuanto más líquido es, más fácil será cambiar la cartera de activos si cambian las perspectivas a futuro.

El riesgo de mercado es el vinculado con la variación de los precios, en general en un país con alta volatilidad se corren más riesgos de pérdida de valor. La volatilidad histórica se mide por los cambios que han experimentado los precios de los bonos en el pasado y una medida de la volatilidad potencial del precio del bono es la duración modificada.

El riesgo de crédito es el riesgo de incumplimiento por parte de los emisores.

El riesgo de rescate (*Call Risk*), para aquellos bonos que tienen la opción de rescate anticipado por parte del emisor, es que rescaten el bono a un precio menor al estimado.

Finalmente, analizaremos el riesgo del emisor. Para conocer el emisor se estudian distintos indicadores y su evolución, es decir, no solo importa la situación actual del emisor, sino como viene evolucionando. Por ejemplo, si un país tiene una deuda baja (supongamos 9% del Producto Bruto Interno), pero viene aumentando su deuda a razón de 5% del PBI por mes, en poco tiempo esa deuda será insostenible y el mercado le subirá el rendimiento que le exige (y como aprendimos, si suben los rendimientos de una economía, baja el precio de los bonos del mercado).

Supongamos que un país emergente, sin reservas internacionales tiene gran parte de sus ingresos atados a la exportación del petróleo. Ahora supongamos que baja el precio internacional del petróleo, automáticamente el país tiene menores recursos para hacer frente a sus pagos por deuda, porque tiene un menor superávit fiscal (percibe menores impuestos por retenciones a las exportaciones) y tiene menor superávit comercial (menor cantidad de divisas) porque los exportadores liquidan menos dólares.

Ahora supongamos que el país quiere tomar deuda en los mercados internacionales de crédito; si los inversores piensan que la caída del precio del petróleo es duradera, tendrán más temor de no cobrar sus inversiones (aumenta el riesgo de crédito) y, por lo tanto, le pedirán al Gobierno emisor un mayor rendimiento o “premio” por su inversión. Esto hará subir las tasas de la economía vía un aumento del EMBI o del riesgo país.

El riesgo país es la diferencia de tasa entre los bonos denominados en dólares emitidos por países emergentes y los Treasury Bonds de Estados Unidos, que se consideran “libres” de riesgo. Para determinar el valor mínimo de la rentabilidad que debe buscarse, los inversionistas suelen utilizar el EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes), el cual es calculado por J.P. Morgan Chase.

Si el emisor es un Gobierno Nacional, lo que se analiza a la hora de decidir si va a devolverme los fondos que le presté o no es el nivel de consistencia macroeconómica y política. Básicamente se utilizan las calificaciones crediticias asignadas por Standard & Poor`s (siendo AAA el acreedor menos riesgoso y SD el acreedor que entró en default), y se sigue la evolución de variables específicas.

Inflación y expectativa. Cuando una economía tiene alta inflación en forma duradera, en general es porque financia el déficit del Gobierno (gastos mayores a los ingresos) con emisión monetaria; una inflación alta es el prelude de subas de tasas de interés (una política monetaria restrictiva que contiene la inflación) y que, como estudiamos, hace caer el precio de los bonos.

Tipo de cambio real, tipo de cambio nominal y expectativa de devaluación. Se evalúa la moneda local, si está en niveles razonables o se espera una devaluación, porque existe la posibilidad de invertir en monedas locales, tanto como en dólares. Por ejemplo, si una moneda se acaba de devaluar y se cree que la devaluación fue más que la necesaria, entonces se espera una apreciación respecto al dólar y, por lo tanto, el rendimiento en dólares de una inversión en una moneda local será, la tasa de interés en moneda local más la apreciación de la moneda local respecto al dólar.

Tasas de referencia. Son las tasas de interés que ofrece el Banco Central para hacer política monetaria y fijan un valor de referencia o *Benchmark* para el mercado financiero.

Resultado fiscal primario. Son los ingresos menos los gastos (antes de incluir los intereses de la deuda pública); si es positivo, hay más ingresos que gastos y es un superávit; por el contrario, es un déficit. En el caso de que exista déficit se observa si el mismo es persistente. Es decir, es normal que un gobierno tenga déficit en algún momento, pero cuando es persistente hay que evaluar cómo se financia. Si se financia con emisión monetaria, en general, traerá inflación, y si se financia con deuda podría llevar a un nivel de endeudamiento insostenible.

Evolución de agregados monetarios. Estos miden la cantidad de pesos que vuela el Banco Central en el mercado; cuando los agregados monetarios (Base Monetaria, Circulante en Poder del Público, etc) crecen a un mayor ritmo que la demanda, es esperable que suba la inflación en el corto plazo (antes de un año), y viceversa.

Crecimiento del PBI. El Producto Bruto Interno (PBI) es un indicador que estima lo que produce un país en un año. Este indicador se publica de dos formas. El PBI real mide la evolución de las cantidades producidas, y el PBI nominal mide la evolución de las cantidades y los precios. Cuando el PBI real cae, la economía se encuentra en recesión y es esperable que el Gobierno suba el gasto público o el Banco Central baje las tasas de interés de referencia, para reactivar el consumo y la inversión (que son parte del PBI).

Balanza comercial. Es la diferencia entre lo que le vendemos al resto del mundo y lo que le compramos, es decir, son las exportaciones menos las importaciones. En general, una economía equilibrada debería tener superávit de balanza comercial (vender más de lo que compra) la mayor parte del tiempo. Nuevamente, si hay déficit es importante conocer cómo se financia: si es mediante deuda financiera (pública o privada) o mediante inversión extranjera directa, ya que los riesgos que implican cada tipo de flujo de capital son diferentes.

Deuda pública (por moneda, por acreedor, por legislación y perfil de vencimientos). La deuda pública es lo que le debe un Gobierno Nacional a terceros (privados, proveedores de servicios públicos, organismos internacionales (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, etc) y a otras agencias públicas (ANSES, Banco Central, etc). En general, los indicadores más importantes a analizar son la deuda en moneda extranjera con privados (porque mide las divisas que necesitará el gobierno si no convence a los inversores de refinanciar su deuda) y el plazo de esa deuda (no es lo mismo si la deuda en moneda extranjera vence toda en un año, que si vence en 10 años).

Potenciales conflictos externos. En el caso de Argentina se analiza el juicio *pari passu*, porque el Gobierno Nacional, aun teniendo los fondos para realizar sus pagos, tiene impedido el pago a bonos del canje con legislación extranjera.

Rendimientos históricos del propio soberano. Se mide la evolución de los rendimientos de los bonos; si vienen bajando, el país es considerado menos riesgoso.

Spread histórico respecto de otros países comparables. Surge de restar el rendimiento de un bono de un país del rendimiento de un bono con similar *duration* de otro país, y se observa la evolución en el tiempo.

3.2. Conceptos utilizados internacionalmente para analizar las reestructuraciones de deuda soberana

Esta sección tiene como objetivo explicar al lector no especializado en reestructuraciones de deuda soberana como se hace el cálculo de una quita y los pasos que tiene que realizar un soberano para llevar adelante una reestructuración. Se sugiere al lector que conoce dichos conceptos ir directamente al punto N°3.3.

Según lo que estudiamos en la sección anterior, los elementos que influyen en el precio de los bonos (o valor presente neto del bono) son: el cupón de interés (cuanto menor es el cupón, menor el precio del bono), el plazo (cuanto mayor es el plazo menor es el precio del bono), la tasa de actualización (cuanto mayor es el descuento, menor es el precio del bono) y el valor nominal (cuanto mayor es la quita en el valor nominal, mayor es la caída del precio del bono).

Por lo tanto, cuando una oferta de un país, en el contexto de una reestructuración de deuda soberana, implica reestructurar un bono empeorando algunas de las condiciones arriba mencionadas, esto resulta en la caída del valor presente de la deuda, por lo tanto, en una caída del precio.

A continuación vamos a introducirnos al vocabulario de las reestructuraciones de deuda soberana; para esto utilizamos mayormente el paper de Das, Papaioannou y Trebesch, 2012(5.10).

Según la definición de evento de crédito, de la *International Swaps and Derivatives Association*, que reglamenta los seguros de crédito (*credit default swaps* (CDS)), explicada por Benhamou y Wong (5.3), un evento de crédito (*credit event*) o *default* ocurre si suceden cualquiera de las siguientes tres opciones:

- ✓ Primero, el gobierno falla en realizar un pago.
- ✓ Segundo, si ofrece una reestructuración que cambia los términos del contrato original en perjuicio del acreedor.
- ✓ Tercero, si alguna autoridad en forma oficial comunica que repudia o desconoce la deuda, con la consiguiente intención de suspender el pago de la misma.

Una reestructuración de deuda soberana es el canje de instrumentos de deuda por otro instrumento o efectivo, de menor valor, bajo un proceso legal. Es decir, un canje voluntario, que no implique quitas en términos de valor presente neto, no es una reestructuración, se considera como administración de pasivos y es una práctica normal en los países.

Analizamos las formas que puede tomar una reestructuración de deuda soberana; esto puede ser a través de la reducción del valor presente neto o por medio de una recompra. La reducción en el valor presente neto se puede aplicar, con una reprogramación de la deuda, que normalmente implica que el capital original va a ser

devuelto en una mayor cantidad de años, y puede llevar adicionado una reducción del cupón de intereses (este caso implica una reducción de la deuda en términos de valor presente), o directamente una quita de capital; esto implica que si el contrato original era por U\$S 100 me van a devolver menos de ese valor.

Según, Cruces y Trebesch, 2013 (5.9), este tipo de quitas son menos frecuentes (solo el 34% del total de 187 casos de reestructuraciones analizados tuvieron quitas nominales) que la reprogramación de la deuda por plazo y tasa, pero desde ya que ambas reducen el valor presente neto de la deuda.

Otra opción es que el acreedor recompre su deuda en el mercado secundario; esto suelen hacerlo países con una baja cantidad de deuda, y en general conlleva un gran descuento en el precio (como por ejemplo, Ecuador en 2008 dijo que una parte de su deuda era ilegítima, lo que hizo caer el precio, y luego la recompró).

¿Pero una reestructuración implica siempre un *default*? Aquí vale la pena distinguir los términos, el *default* es cuando un gobierno falla en hacer un pago de capital o intereses (como explicamos antes declara que no va a pagar o que desconoce la deuda). En muchos casos las reestructuraciones ocurren después del *default* (*post-default restructurings*), pero otras son previas a un *default* (*preemptive debt restructurings*). Adicionalmente, conviene aclarar que algunos *defaults* se resuelven con el pago tardío y no con una reestructuración de los términos originales.

A continuación analizamos cómo se calcula la quita en una reestructuración. Cruces, y Trebesch, 2013 (5.9), explican dos formas: la primera es comparando el valor presente de los nuevos instrumentos (más cualquier pago en efectivo) respecto del valor nominal del antiguo instrumento (incluyendo intereses atrasados pero no intereses punitivos ni compensatorios). Un importante motivo para utilizar esta fórmula es que los vencimientos se suelen acelerar luego de un *default* (ver cláusula de aceleración en la próxima sección). La fórmula es:

$$\text{Quita} = 1 - \frac{\text{Valor presente de los nuevos instrumentos}}{\text{Valor nominal de los viejos instrumentos}}$$

El segundo método, originalmente planteado por Sturzenegger y Settlemeyer, 2005 (5.35), es comparar el valor presente de los nuevos instrumentos con el valor presente de los viejos instrumentos. La fórmula es:

$$\text{Quita} = 1 - \frac{\text{Valor presente de los nuevos instrumentos}}{\text{Valor presente de los viejos instrumentos}}$$

Los mismos autores definieron que el mejor cálculo lo brinda el segundo método, pero tiene como desventaja que se debe definir a qué tasa descontar los flujos del bono en *default*. Las opciones son, utilizar la primera tasa de rendimiento (TIR) de los nuevos bonos reestructurados una vez que empiezan a cotizar, otra opción es utilizar un 10% fijo en todos los casos, y la tercera opción es utilizar el descuento promedio que tuvieron los países luego de un *default*.

Es importante mencionar la diferencia entre la quita que sufre el inversor y el alivio de deuda que gana el país, porque la tasa de actualización que aplican no es la misma. Para el país, el pago es por el total de capital e intereses, independientemente del precio que tenga ese instrumento en el mercado.

Es decir, supongamos que un gobierno, va a tener que pagar un bono en dos años por U\$S 100, y en el mercado vale U\$S50 (tasa de actualización del 50%); al Gobierno le conviene recomprarlo (si posee el efectivo), pero si no tiene el efectivo, para el Gobierno la deuda es de U\$S 100, que es lo que tiene que pagar.

La reestructuración de deuda soberana tiene como objetivo obtener una quita o alivio de deuda y resolver la crisis de solvencia; los elementos en un proceso de reestructuración post default de deuda son: primero, un anuncio avisando que se discontinuaran los pagos.

Segundo, la negociación; típicamente esta etapa implica un programa de ajustes macroeconómicos y la evaluación de la situación financiera del país. Bajo este segundo punto se verifican las demandas de los bonistas y la sustentabilidad de la deuda. El resultado indica el nivel de ajuste fiscal que hay que hacer y el nivel de alivio de la deuda necesario para llevar el perfil de vencimientos y el stock de deuda (el stock es la suma de los vencimientos de capital en valor nominal residual) a un nivel sostenible. En general, una deuda sostenible implica que los servicios de la misma no afectan el crecimiento del PBI del país y, según la ecuación de sustentabilidad, con el superávit fiscal debiera alcanzar para cubrir los intereses de la deuda.

Este análisis permite realizar una serie de escenarios de reestructuración y ver cuál puede ser una oferta que llegue al objetivo de devolver la sustentabilidad a las finanzas del país. Luego se identifican y contactan a los bonistas y asesores legales y financieros. Este análisis también puede hacerse de manera preventiva; típicamente estas reestructuraciones consiguen una menor quita porque los bonos, al no estar en *default*, valen más.

En general, los bonistas suelen agruparse para defender mejor sus derechos. Se prepara una oferta en comunicación con los bonistas. Finalmente, la oferta suele explicarse y promocionarse por medio de *roadshows* (gira de representantes oficiales del Gobierno Nacional) en los cuales funcionarios del Gobierno o, asesores financieros contratados con ese fin, explican la oferta y buscan las opiniones de los bonistas. Además, se utilizan los diarios más importantes para mantener informados a los bonistas.

Para obtener un mayor nivel de aceptación se suelen utilizar dos herramientas. La primera, llamada “zanahoria” o dulce, genera incentivos a participar del canje, tales como pagos en efectivo y derivados que pagan más si al país le va mejor (como los cupones del PBI que emitió la Argentina en 2005). La liquidez de los nuevos instrumentos es un incentivo a participar, porque típicamente una reestructuración agrupa instrumentos; por ejemplo, en Jamaica había 356 bonos y se canjearon por 25: al ser más líquidos, son más fáciles de negociar en el mercado de bonos.

También ofrecen ventajas legales; por ejemplo, Argentina autorizó a los bancos a valuar en su contabilidad los bonos al valor par, en vez de a valor de mercado,

incentivando a los bancos a participar del canje. Además, se suele brindar un menú de opciones; típicamente los minoristas prefieren no tener una quita de capital, pero sí alargamiento de plazo y menor tasa de interés. En cambio los inversores institucionales valoran más no tener una gran quita en el valor presente neto que afectara el precio de mercado que deben registrar en su contabilidad.

La segunda herramienta son las penalidades. Este incentivo es por lo negativo, es decir, lo que ocurre si uno no acepta la oferta. Típicamente se trata de hacer los bonos en *default* menos atractivos; por ejemplo, aplicando cláusulas de acción colectiva de los que aceptaron el canje para quitarle derechos a los que no lo aceptaron, lo que reduce el precio de los bonos en *default*. Un ejemplo es que los bonos en *default* no puedan cotizar.

El resultado de la oferta es el nivel de aceptación, que tiene que llegar a un nivel mínimo para que se considere una reestructuración exitosa; en general entre 75% y 85%. Se observa que normalmente los acreedores esperan hasta el último momento para aceptar la oferta; esto se resuelve ofreciendo incentivos adicionales a aquellos inversores que ingresen en un período temprano. Además, suelen incorporarse algunos días adicionales a la fecha de finalización del canje.

En las reestructuraciones hay otros factores, como las características de los acreedores. Cuanto más dispersos y más cantidad de acreedores, más difícil es convencerlos a todos y más demora tendrá la reestructuración. La mayor diferencia entre los acreedores de préstamos bancarios previos al Plan Brady (típicamente bancos) y los acreedores de bonos es que en un *default* de bonos la dispersión y la cantidad de acreedores es mucho mayor (por la existencia de mercados secundarios minoristas).

La transparencia en la comunicación con los bonistas es un punto importante para conseguir la aceptación de la oferta. Se considera que ir conversando la oferta con los acreedores es fundamental para llegar a un alto número de aceptación.

Los problemas económicos, tanto como la inestabilidad política, pueden reducir la participación; por ejemplo, si al final de un mandato presidencial, el candidato a presidente que mejor va en las encuestas dice que no cumplirá con los términos de la oferta del canje del actual presidente es probable que baje la participación del canje.

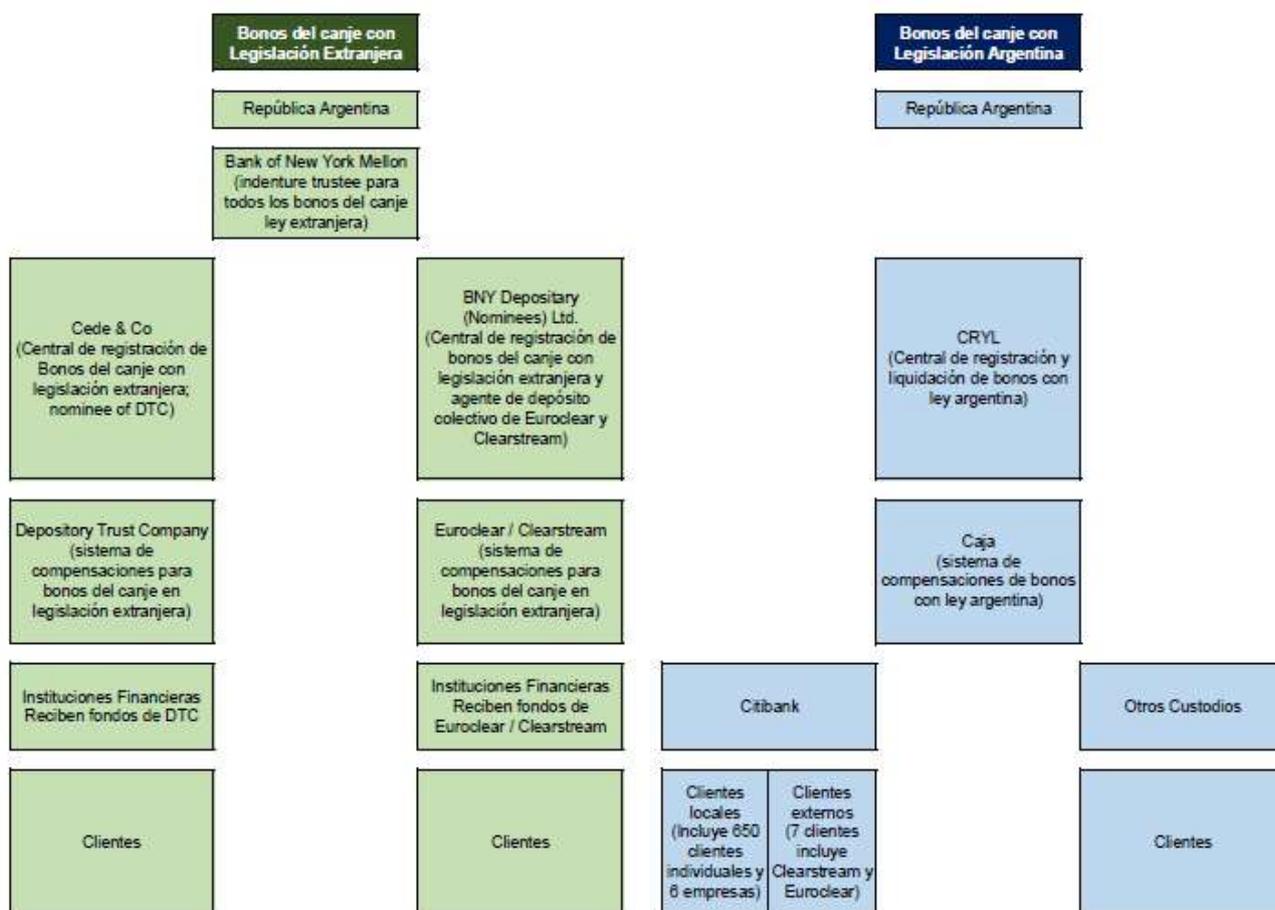
La dimensión de la quita que sufre el inversor juega un rol fundamental. Si la quita es muy grande, los bonistas tienen mayores incentivos a litigar en una corte que si la quita no es tan grande. Teóricamente, las quitas deben ser coherentes con la capacidad de pago del Gobierno.

Por otro lado, es importante entender cuáles son las instituciones que participan en el efectivo pago de los servicios de la deuda, una vez que los acreedores aceptan el canje. Para esto realizamos un diagrama del circuito de pagos que realiza la Argentina, tanto para los bonos con legislación nacional como aquellos con legislación extranjera.

Para los bonos con legislación extranjera los pagos salen del emisor y van:

- ✓ Primero a un fondo fiduciario (Indenture Trustee), para evitar embargos.
- ✓ Luego interviene la Central de Registración de Bonos (Cede & Co y BNY Depository Nominees Ltd.), que en el caso de los bonos locales es Central de Registro y Liquidación (CRYL).
- ✓ El paso siguiente son los Agentes de Depósito Colectivos o *Clearing Houses*, como Depository Trust Company (DTC), Euroclear y Clearstream, que ofrecen custodia a través de registros electrónicos de los saldos de títulos, y actúan como un centro de información para procesar y liquidar operaciones.
- ✓ Finalmente, los pagos van a las instituciones financieras y de allí a los clientes.

CUADRO I INSTITUCIONES QUE PARTICIPAN EN EL PAGO DE LOS BONOS DEL CANJE



Fuente: Presentación de Citibank del 6 de marzo de 2015 (6.23.)

Adicionalmente, es importante tener en mente lo que piensan los inversores calificados a la hora de comprar o vender instrumentos financieros. Internacionalmente se utilizan las ideas del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), que es un modelo financiero desarrollado en la década del sesenta del siglo

pasado y que vincula, linealmente, la rentabilidad de cualquier activo financiero con su riesgo sistemático.

Toda inversión en un activo con riesgo debe ser recompensada con una rentabilidad, en el sentido de que “a mayor riesgo, mayor rentabilidad”. El CAPM parte de un principio muy simple: el rendimiento esperado sobre un activo riesgoso es igual a la tasa de interés libre de riesgo más la prima de riesgo de la cartera del mercado multiplicada por beta.

La tasa de interés libre de riesgo es la recompensa esperada sin tomar riesgo, y en Latinoamérica es la tasa de los bonos del Tesoro de EUA. La prima de riesgo es lo que me pagará el soberano (si compro un bono de un Gobierno Nacional) por riesgo de crédito o de no recuperar lo que me prestaron. Es decir, si la tasa de interés de los bonos del Tesoro norteamericano es del 1% anual y un gobierno en particular me está ofreciendo bonos al 9% anual, ese valor financiero sería más riesgoso.

En este principio se basa el *paper* de la UNCTAD, 2011 (5.36), en el cual se postula que la responsabilidad de que un Gobierno se haya endeudado más de lo que su capacidad de pago le permitía no es solo del Gobierno, sino también de los acreedores que le prestaron.

Luego de analizar distintos datos y la literatura sobre el tema encontramos que los mayores problemas a la hora de reestructurar deuda vienen de la mano de las diferencias entre los acreedores. Con el fin de comprender mejor estos conflictos distinguiremos cuatro tipos de acreedores, el primero son acreedores comunes que tenían los títulos o préstamos antes del default, cuando el precio del activo financiero no descuenta un default (típicamente un bono en default cotiza por debajo de la par). Estos acreedores pueden llevar su reclamo a una corte, y nunca aceptar una reestructuración propuesta por un país acreedor, volviéndose holdout, o pueden aceptar la propuesta y volverse holdin.

El tercer grupo son los inversores especializados (distressed debt funds) que compran bonos o préstamos a precios de default para beneficiarse de los términos de la reestructuración. En general estos fondos buscan una ganancia en el corto plazo, por lo tanto rara vez realizan demandas judiciales.

El cuarto grupo son los denominados fondos buitres (vulture funds). Estos últimos tienen la característica de comprar bonos cuando el precio tiene un gran descuento (como sucedió en Argentina en 2008) y no aceptan ninguna reestructuración, tienen abogados especializados en litigar y buscan cobrar el contrato original, más intereses compensatorios. El método es entablar demandas judiciales hasta que una fructifica y obtienen un fallo favorable, a partir de ahí dedican todo su tiempo en realizar embargos hasta que logran bloquear el pago de los holdins, y así en la mayoría de los casos logran poner entre la espada y la pared al Gobierno, que finalmente les paga.

De estas diferencias entre acreedores surgen los problemas de acción colectiva, un problema de acción colectiva es por ejemplo, un país que debe pagar U\$S 100 por año a 100 acreedores y tiene ingresos disponibles por U\$S 50. Si el país no consigue nuevos fondos, debe reestructurar su deuda. Supongamos que reestructura y

consigue que el 99% de los acreedores acepten una quita del 60%, ahora tendrá que pagar U\$S 40 por mes pero para que el 99% acepte el canje tuvo que haber dejado por escrito que ningún acreedor recibirá un trato diferencial. En principio le sobran 10 por mes, le quedó un acreedor sin aceptar el canje y se comprometió con los 99 acreedores que aceptaron el canje que ese acreedor que no aceptó no podrá recibir más que los que aceptaron. La liquidez de 10 por mes es el objetivo que persiguen los holdouts y fondos buitres por medio de demandas judiciales. Pero el problema radica, en que si todos los acreedores se comportaran como los fondos buitres o los holdouts, ningún acreedor aceptaría una quita y nadie cobraría nada porque el país es insolvente, perjudicándose a la vez todos los acreedores y el deudor.

De hecho, la divergencia entre el precio pagado por los instrumentos y el monto reclamado en cortes internacionales generó cambios en la comunidad financiera internacional. El 2 de julio de 2015 el Parlamento del Reino de Bélgica aprobó por unanimidad (136 votos a favor y dos abstenciones) una ley contra las actividades de los fondos buitres (5.2).

El texto completo de la ley dice, en su artículo 2, que cuando un acreedor persigue una ventaja ilegítima mediante la adquisición de un préstamo sobre un Estado, sus derechos respecto del Estado deudor estarán limitados al precio que pagó por la compra de dicho préstamo. Independientemente de la legislación aplicable a la relación jurídica entre el acreedor y el Estado deudor, ningún título ejecutivo, así como ninguna medida cautelar o de ejecución forzosa, podrán ser tomados a solicitud del acreedor para percibir el pago de la deuda en Bélgica si dicho pago le otorga una ventaja ilegítima conforme a lo definido por la presente ley.

La búsqueda de una ventaja ilegítima se deduce de la existencia de una desproporción manifiesta entre el valor de compra del préstamo por el acreedor y los montos por los que reclama el pago.

Para identificar a una ventaja como ilegítima, la desproporción manifiesta a la que se refiere el apartado deberá ser completada por al menos uno de los siguientes criterios:

El estado deudor estaba en un estado de insolvencia o cesación de pagos real o inminente en el momento en el cual el acreedor adquirió el préstamo.

El acreedor tiene su sede en un Estado o un territorio que se encuentra en el listado de los Estados o territorios no cooperativos establecidos por el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI).

El acreedor hace un uso sistemático de los procedimientos judiciales para obtener el reembolso de préstamos comprados previamente.

El Estado deudor ha sido el objeto de medidas de reestructuración de su deuda, en las cuales el acreedor se ha negado a participar.

El acreedor se ha aprovechado de la situación débil del Estado deudor para negociar un acuerdo de reembolso claramente desequilibrado.

El reembolso total de los montos reclamados por el acreedor tendría un impacto negativo identificable sobre las finanzas públicas del Estado deudor y podrían poner en peligro el desarrollo socioeconómico de su población.

3.2. Aspectos legales sobre las reestructuraciones soberanas

La ley que regula un bono juega un papel importante en la reestructuración de la deuda, ya que permite predefinirlas disposiciones contractuales para la reestructuración, incluyendo si los bonos contienen cláusulas de acción colectiva o no. Además, define la corte en la cual se dirimirán las diferencias entre las partes.

Según Das, Papaioannou y Trebesch, 2012(5.10), los bonos soberanos pueden clasificarse bajo diferentes leyes; normalmente, los bonos internacionales son emitidos bajo ley extranjera en centros financieros como Nueva York, Londres o Tokio. La ley de Nueva York y la ley Inglesa son las más populares para las emisiones de bonos internacionales, aunque ha habido una serie de emisiones bajo ley de Alemania, ley de Luxemburgo, Japón e Italia. En contraste, los bonos nacionales tienen legislación local.

Desde que comenzaron las emisiones de bonos emergentes en el mercado internacional hasta marzo de 2009 hubo 631 emisiones de países emergentes, de las cuales el 69% tuvieron legislación NY, el 22% legislación inglesa (UK), 4% fue con legislación alemana y 4%, con legislación japonesa. Como puede verse, la gran mayoría del mercado emergente tiene bonos emitidos bajo la ley de Nueva York o la ley de UK.

CUADRO II
EMISIONES DE GOBIERNOS EMERGENTES POR LEGISLACIÓN

	New York	Inglesa	Alemana	Japonesa	Total
En billones de dólares	272	117	14	8	411
Cantidad de Emisiones	435	140	28	28	631

Fuente: Elaboración propia en base a Das, Papaioannou y Trebesch 2012 (5.10)

Adicionalmente, este *paper* resalta que en los países europeos el 80% de las emisiones de deuda se realizan bajo la propia legislación del país.

Cuando se realiza una reestructuración, existe el riesgo de que algunos acreedores puedan decidir no participar en ella, con la esperanza de que serán capaces de recuperar el valor íntegro de sus créditos. Si estos bonistas tienen una probabilidad significativa de recuperar el 100% de sus créditos, no tienen incentivos para aceptar una quita en el valor presente.

Si esto ocurre, los acreedores que de otro modo habrían aceptado participar en la reestructuración estarán menos dispuestos a hacerlo, a pesar de que lo mejor para el conjunto (deudor-creedor) sería que todos los acreedores acepten una reestructuración tan pronto como sea posible. En particular, estarían preocupados por

recibir menos que otros acreedores en situaciones similares que han optado por no participar. Nos referimos a este problema como un **problema de acción colectiva**. La incertidumbre generada por los problemas de acción colectiva puede crear retrasos en la reestructuración y mantener a un país en default innecesariamente, en perjuicio del deudor, los acreedores y el sistema en general.

En general, se utilizan distintas cláusulas para evitar o mitigar los problemas de acción colectiva.

Cláusulas de Acción Colectiva (CAC). Las CAC especifican cómo son representados los acreedores en las negociaciones, porque definen el procedimiento para obtener mayoría mediante una votación. El fin de la votación es alterar los términos contractuales de la deuda y limitar la capacidad de acreedores individuales de demandar al soberano.

Más específicamente, las CAC se pueden clasificar en dos amplias categorías. La primera **es la de las disposiciones para reestructurar mediante mayorías** (“*majority restructuring*” provisions); estas cláusulas le otorgan a una mayoría calificada de tenedores de bonos de una emisión la opción de cambiar las condiciones financieras de los bonos (principal, interés y vencimiento) al 100% de los acreedores. Esta cláusula aplica por serie de bono (instrumentos con el mismo ISIN (6.3)), ya sea antes o después del *default*.

La segunda categoría está dada por las **disposiciones para imponer mediante mayorías** (“*majority enforcement*” provisions). Estas pueden limitar la capacidad de una minoría de tenedores de bonos de ejercer sus derechos después de un *default*. En la práctica, esto significa que una mayoría calificada puede evitar que los tenedores de bonos individuales declaren la aceleración de los vencimientos o demanden al soberano. Adicionalmente, el litigio puede ser desalentado por cláusulas que garanticen que los importes recuperados a través de litigios tienen que ser compartidos con todos los tenedores de bonos en forma prorrateada.

El uso de las CAC es una práctica de mercado establecida para la emisión de bonos internacionales. Sin embargo, mientras las emisiones de bonos con ley inglesa han incluido algún tipo de cláusulas de acción colectiva por más de un siglo, al igual que los bonos con la ley de Luxemburgo (la mayoría de los bonos Brady) o la ley japonesa (“bonos Samurai”), las CAC estuvieron ausentes en los bonos emitidos bajo la ley de Nueva York hasta 2003 y continúan ausentes en la mayoría de los bonos bajo las leyes alemana y suiza.

Se suele argumentar que la presencia de cláusulas de acción colectiva puede facilitar las negociaciones entre acreedores y deudores en una situación de reestructuración, ya que reducen el obstáculo de tener que alcanzar unanimidad sobre un acuerdo de reestructuración (a través de la cláusula de reestructuración mediante mayoría) y puede limitar la amenaza potencial de litigios de los acreedores.

Cuando vemos el uso real de las CAC en reestructuraciones de deuda (entre 1999 y 2009), solo tres casos sobre once tenían CAC en todos sus bonos (lógicamente, los tres casos con legislación inglesa). De estos, solo uno consiguió el

100% de aceptación de los acreedores (Moldova 2002), pero ninguno de los tres tuvo demandas, es decir, tuvieron éxito en forma parcial.

En el otro extremo, de los ocho casos que tenían CAC solo en algunos de sus bonos (o directamente no tenían), ninguno consiguió el 100% de aceptación de sus acreedores y 6 casos tuvieron demandas judiciales.

La investigación existente encuentra poca evidencia respecto a si la inclusión de cláusulas de acción colectiva tiene efectos sobre los costos de endeudamiento en el contexto de los mercados emergentes. Sin embargo, un *paper* de Eichengreen y Mody, 1999(5.14), examinó las consecuencias para los costos de financiamiento de incluir cláusulas de acción colectiva en préstamos. Para una muestra de 2.000 bonos internacionales, compararon los diferenciales de los bonos sujetos a legislación de UK (Reino Unido), que suelen incluir cláusulas de acción colectiva, con los bonos con legislación de EUA, que normalmente no se emiten con estas cláusulas. Contrariamente a las afirmaciones de algunos participantes del mercado, se encontraron con que las cláusulas de acción colectiva, de hecho, reducen el costo de los préstamos para los emisores, que parecen beneficiarse de la capacidad de valerse de un proceso para realizar una reestructuración ordenada.

En particular, si las CAC se combinan con las cláusulas de agregación, que se explican a continuación, los efectos pueden ser significativos. Sin embargo, hay pocos bonos soberanos en circulación que contienen ambas (CAC y cláusulas de agregación), y apenas hay evidencia empírica sobre el impacto de las cláusulas de agregación en los costos de endeudamiento y la mecánica de reestructuración. El análisis teórico de Bi, Chamon y Zettelmeyer, 2011(5.4), indica que la combinación de cláusulas de acción colectiva y cláusulas de agregación produce "un instrumento más poderoso para conseguir el consentimiento de una solución".

Aggregation clauses o Cláusulas de agregación. Es como un suplemento a las cláusulas de acción mayoritaria (*Majority Action Clauses*). En esencia, se trata de cláusulas que permiten la agregación de créditos de los acreedores a través de todos los bonos y otros tipos de deuda a fin de llegar a conseguir la mayoría en una votación. De esta forma la mayoría de los bonistas podrían tener la posibilidad de modificar las condiciones de pago de una multitud de series de bonos individuales al mismo tiempo.

Amendment clauses / exit consents (Cláusula de enmienda o salida consensuada). Consentimientos de salida, también conocidos como enmiendas de salida, es una técnica jurídica que se utiliza para modificar los términos de los bonos viejos en una reestructuración (para volver los bonos no canjeados poco atractivos o ilíquidos). Más específicamente, los consentimientos de salida permiten que una sencilla mayoría de los tenedores de bonos puedan modificar las disposiciones de los bonos, como por ejemplo que dejen de cotizar.

Los consentimientos de salida pueden ser particularmente útiles para la reestructuración de bonos que no contienen CAC para alterar las condiciones de pago. En lugar de cambiar las características financieras de bonos mediante disposiciones por reestructuración de mayoría, los consentimientos de salida pueden ser utilizados para alterar términos ante un *default*. Por ejemplo, los consentimientos de salida incluyen: (i)

la exclusión de los bonos de la lista de cotización, lo que reduce su liquidez, (ii) la eliminación de las cláusulas de incumplimiento cruzado (*cross default*), y (iii) la eliminación de las cláusulas de aceleración.

La decisión de utilizar los consentimientos de salida tiene que ocurrir en acuerdo con el emisor, y a menudo tiene lugar en el contexto de una reunión de bonistas. Luego de la reestructuración, los bonistas que no aceptaron el canje no serán capaces de revertir las enmiendas sin el consentimiento del emisor soberano. Esto puede reducir considerablemente la capacidad de presionar de los *holdouts* y fondos buitres, ya que se pueden quedar con un bono menos líquido, con características jurídicas poco atractivas y un valor de mercado secundario bajo.

Los consentimientos de salida se utilizaron por primera vez en la reestructuración de Ecuador en el 2000, sobre un bono soberano emitido bajo la ley de Nueva York (ver Buchheit y Gulati, 2000 (5.5)). Los términos de la oferta de canje requerían que cada participante que acepte la oferta, consienta también una lista de modificaciones de los términos legales del contrato sobre la falta de pago.

Estas cláusulas también se utilizaron en la reestructuración de Uruguay en 2003. Sin embargo, su alcance fue menor que en el caso de Ecuador. Los cambios utilizando las cláusulas de salida en la reestructuración de Uruguay estaban dirigidos principalmente a evitar litigios y limitaron la posibilidad de embargar cualquier pago futuro de los nuevos bonos a través de una sentencia judicial (renuncia de inmunidad soberana). Además, borraron las cláusulas de *cross default* (incumplimiento cruzado) y *cross acceleration*. En comparación, Ecuador solicitó modificaciones en una gama más amplia. Según el FMI, 2003 (5.15), las cláusulas de salida en el caso de Ecuador fueron percibidas como parte de una estrategia de "lo tomas o lo dejas", mientras que en Uruguay, los participantes pudieron optar por aceptarlas.

Más recientemente, los términos originales de falta de pago se han modificado en las reestructuraciones de bonos de Dominica (2004), República Dominicana (2005), Argentina (2005) y Belice (2007). El prospecto de reestructuración de Argentina, por ejemplo, señala varias veces que el país podría excluir de las listas de cotización para mercados secundarios a los viejos bonos.

Sin embargo, a partir de agosto de 2011, la aplicación de estas cláusulas no ha tenido lugar. Además, hay que subrayar que los consentimientos de salida han sido rechazados en los tribunales de Nueva York. Por ejemplo, los tribunales estadounidenses se han negado a anular la salida consiente que elimina derechos de tenedores de bonos en casos de reestructuraciones corporativas.

Cláusulas de Aceleración. Son cláusulas estándar en los contratos de deuda soberana y le dan el derecho al acreedor de "acelerar" los vencimientos de capital que aún no vencieron, después de un evento de *default*. Esto significa que en el caso de un *default* (u otro evento predeterminado), todo el capital que no venció aún y los intereses vencidos se convierten en exigibles y pagaderos inmediatamente. Normalmente, la decisión de pedir la aceleración de los pagos requiere de la aprobación por votación con un consenso de al menos el 25 por ciento de los acreedores. Esta práctica sigue la regla general para los bonos corporativos emitidos en los Estados

Unidos (véase Buchheit, Gulati y Mody, 2002 (5.6). Dependiendo de la redacción de la cláusula, el pedido de aceleración puede ser anulado por la mayoría de los bonistas.

Una curiosidad es el caso de Argentina, que habiendo caído en default con sus bonos canjeados en 2005 y 2010 bajo legislación extranjera, no ha recibido un pedido de aceleración por parte de esos bonistas. Esto es porque el pedido de aceleración lo único que haría es volver atrás todo el canje, ya que hacer exigible inmediatamente toda la deuda Argentina en moneda extranjera es sinónimo de que no podrá pagarse, y los acreedores se quedarían en sus manos con papeles prácticamente sin valor. Mucho más cuando el mercado espera que en poco tiempo el próximo Gobierno llegue a un acuerdo con NML y el juez Griesa destrabe los pagos en poder del Bank of New York.

Cláusula de *Cross Default* (default cruzado) y *Cross Acceleration* (aceleración cruzada). Un evento de incumplimiento en un contrato de deuda puede generar un incumplimiento en otro acuerdo. Esto se llama *cross-default*. En esencia, las cláusulas de incumplimiento cruzado pueden fortalecer el principio de equidad entre acreedores y actuar como un elemento disuasivo para que el deudor realice un impago selectivo (*Selected Default*). Esto significa que la falta de un pago, incluso de un pago de interés, puede producir una situación en la cual el gobierno se considera en mora con la mayoría de sus acreedores; esto actúa como un fuerte elemento de disuasión para incumplir con un pago.

La **aceleración cruzada** es un concepto análogo: significa que la aceleración en un contrato de deuda puede acelerar otros. En general los *exit consents* (consentimientos de salida) se utilizan para eliminar este tipo de cláusulas, porque una vez que se eliminan las cláusulas de incumplimiento y aceleración cruzadas, los impagos o demandas relacionadas con los bonos viejos no activan la aceleración de los nuevos bonos.

Cláusula *Pari-Passu* (5.7, 5.22, 5.29). Existen distintas interpretaciones de esta cláusula; la mayoría de los jueces interpretan que *pari passu* se aplica dentro de los acreedores que aceptaron el canje.

Según García, 2012 (5.19), el primer rastro de esta cláusula data de 1871 en Bolivia, donde un contrato financiero incluye por primera vez la famosa cláusula *pari passu*, una cláusula vaga y borrosa que obliga a dar un trato igualitario a los bonistas. El protagonista de la historia es George E. Church, un coronel estadounidense que quería lograr un sistema de comunicaciones que conectara Bolivia con el océano. Church emitió un bono para reunir los fondos, pero su plan fue un fiasco y los inversores lo demandaron para recuperar el dinero que quedaba.

En todo caso, la cláusula perduró en la jerga rutinaria de los contratos como un gesto arcaico, pero de escasas consecuencias. “Por más de cien años, a los acreedores les resultó casi imposible demandar con éxito a un país soberano por el incumplimiento de sus obligaciones. Elliott Associates intentó cambiar las reglas tradicionales del juego, y en septiembre del 2000 en Bruselas lo logró. Nadie hubiera apostado que Elliott, el fondo buitres que hoy acecha a la Argentina y que en su momento apuntó a la reestructuración de Perú de bonos Brady, tenía alguna chance de ganar. Pero una serie de eventos inesperados dieron vuelta las probabilidades: una

oscura corte comercial que no estaba familiarizada con litigios de deuda soberana, un escándalo de corrupción que por entonces envolvía al presidente de Perú y el hallazgo de una cláusula contractual cuyo significado nadie parecía entender: *pari passu*.

Hasta entonces, en la nebulosa que rodeaba a la cláusula, la interpretación más aceptada era la de un seguro contra la “subordinación involuntaria”; esto es, una forma de evitar que el emisor de una deuda otorgue cualquier tipo de prioridad de cobro a nuevos acreedores (desde este punto de vista, la Ley Cerrojo, que prohíbe la reapertura del canje argentino de 2005, sí viola la cláusula, según el consenso).

Pero todo cambió con la lectura extrema que propuso Elliott: “Un acuerdo inter-acreedor según el cual se debe compartir en partes iguales cualquier pago hecho por el soberano”. Pero para el consenso, si algo quería decir *pari passu*, no era que un acreedor que aceptó un canje no podía cobrar a no ser que también lo hicieran quienes rechazaron el arreglo. Pero aquí viene lo que tiene pasmado al mundo académico: “Diez años más tarde, casi todos los contratos de deuda soberana todavía tienen esta cláusula, por lo general en la primera página del prospecto de venta, y esencialmente nada cambió en la forma ni el lenguaje respecto del caso en Bruselas”.

En todo caso, la justicia norteamericana ya dispuso que la Argentina violó la cláusula *pari passu* y hoy sólo queda por discutir el acuerdo que se ofrecerá a los demandantes. Puede que haya sido una interpretación aberrante de una cláusula demasiado ambigua y puede ser que los abogados debieran haberla erradicado de los contratos hace más de una década.

Respecto a la interpretación de *pari passu* en los tribunales de UK, un artículo de Burn, 2013 (5.8), indica que la ley inglesa se acerca a la interpretación de los contratos y, en particular, la disposición de los tribunales es mirar los antecedentes. Es decir, cuál era el conocimiento de las partes en el momento de firmar el contrato, para determinar cuáles podrían haber sido sus intenciones. Suelen utilizar esta información para desentrañar ambigüedades o incluso para resolver errores en el uso del lenguaje. En el contexto de la cláusula *pari passu*, el artículo concluye que las partes de un bono soberano no podrían haber previsto la disposición de exigir el pago proporcional de todos los acreedores y que, por lo tanto, los tribunales ingleses deberían tener una visión diferente de la que actualmente tienen los de EUA.

Finalmente, en FMI, 2014 (5.17), hay propuestas de algunos cambios a las CAC y a la cláusula *pari passu* que se detallan en el último punto de esta tesis.

3.4. Generalidades de casos de reestructuración de bonos soberanos

Para analizar las reestructuraciones de deuda pública, utilizamos la base de datos más importante publicada hasta el momento, con 187 reestructuraciones sucedidas entre 1970 y 2013 y actualizada hasta agosto de 2014. La misma fue realizada por Cruces y Trebesch, 2013 (5.9), y luego actualizada hasta agosto 2014.

La selección de casos realizada por los autores se basa en cinco criterios de selección:

- ✓ El primero es incluir reestructuraciones de deuda soberana; es decir, reestructuraciones de deuda pública o con garantía pública.
- ✓ Segundo, incluyeron reestructuraciones que tenían únicamente acreedores privados extranjeros, excluyendo por lo tanto reestructuraciones de deuda que afectaron principalmente a acreedores locales. Los acreedores extranjeros incluyen bancos comerciales extranjeros (por ejemplo, los acreedores "del Club de Londres"), así como tenedores de bonos extranjeros.
- ✓ Tercero, incorporan reestructuraciones de bonos o préstamos bancarios, cuando los nuevos instrumentos tienen condiciones menos favorables que los instrumentos originales. Las tareas de administración de pasivos que forman parte de la gestión de rutina de los administradores de deuda, en tiempos normales, no son consideradas.
- ✓ Cuarto, se incluyen solo las reestructuraciones de deuda de mediano y largo plazo. Por tanto, excluyeron los acuerdos de corto plazo. También excluyeron acuerdos con vencimiento inferior a un año, pero incluyeron los casos en los que se intercambia deuda de corto plazo por deuda con vencimiento superior a un año.
- ✓ Quinto, sólo consideran las reestructuraciones que se llevan a la práctica; por lo tanto, excluyeron los casos en los que las negociaciones nunca llegan a concretarse.

Una de las particularidades de esta base de datos es que contiene un cálculo de la quita (*haircut*) que los *holdins* aceptaron en la reestructuración de deuda, para cada caso, lo cual vuelve comparables los casos.

Sturzenegger y Zettelmeyer explican el cálculo de la quita que compara el valor actual de la deuda vieja con el valor presente de la deuda nueva (utilizando la misma tasa de actualización), esta medida fue explicada en el punto 3.2. La fórmula es:

$$\text{Quita} = 1 - \frac{\text{Valorpresentedelosnuevosinstrumentos}}{\text{Valorpresentedelosviejosinstrumentos}}$$

Este cálculo tiene como desventaja que se debe definir a qué tasa descontar los flujos del bono en default.

Los autores de la fórmula indicaron que hay que elegir una tasa de actualización para cada reestructuración. Ellos sugieren utilizar la TIR del mercado secundario implícito en el precio de los nuevos instrumentos de deuda en el primer día de negociación después de la reestructuración. Desafortunadamente, las TIR basadas en el mercado sólo están disponibles para una pequeña parte de las reestructuraciones: solo para aquellas que tienen mercados secundarios de deuda líquidos.

El procedimiento para obtener la tasa de actualización es comparar las calificaciones y rendimientos de bonos soberanos con corporativos, en el mercado secundario de bonos corporativos de Estados Unidos con bajo nivel de rendimiento, y los agrupan por categoría de calificación de crédito. Luego comparan los rendimientos en el mercado secundario de los bonos corporativos con los bonos soberanos en base a sus ratios de calificación crediticia al momento de la reestructuración. Finalmente en base a esta comparación convierten los rendimientos de bonos corporativos en tasas de actualización soberanas.

Finalmente, en la fórmula de la quita (*haircut*), utiliza la tasa de actualización hallada para descontar los flujos de efectivo de la vieja y de la nueva deuda.

Más específicamente, el cálculo de la quita compara el valor actual de la nueva y la vieja deuda en un escenario hipotético en el que el soberano mantuvo los bonos viejos que no ingresaron al canje en base a la cláusula *pari passu*. Otra de las ventajas del enfoque es que puede capturar mejor las pérdidas de los inversores en forma acumulativa en una secuencia de reestructuraciones del mismo país. Esto es empíricamente relevante ya que muchos países deudores reestructuraron la misma deuda dos o tres veces durante la década del 80 y principios de 1990.

Este cálculo de quita es el favorito de los autores porque da cuenta de las características de la antigua y la nueva deuda; en particular toma en cuenta los cambios en el plazo y las tasas de interés de los nuevos bonos. Por lo tanto, el cálculo es la mejor aproximación disponible de la pérdida de riqueza de los inversores que aceptan el canje.

Otra medida que brindan en la base de datos es la utilizada por el mercado, y compara la vieja deuda a su valor nominal con el valor presente de la nueva deuda. Además, ofrecen la reducción en el valor nominal medida en porcentaje; esta medida muestra solamente la reducción de la deuda nominal, sin tener en cuenta la pérdida de los acreedores debido al alargamiento del plazo y los cambios en las tasas de interés.

Algunas conclusiones del *paper* son que del conjunto de datos y estimaciones de las 180 ofertas de la base publicada (la base actualizada tiene 187 observaciones) hay una gran variabilidad en el tamaño de las quitas a través de los países y del tiempo. En particular, los últimos años muestran una gran variación, con algunas ofertas que implican quitas de hasta el 90% y otras que implican quitas del 5%. Adicionalmente se observan 57 reestructuraciones con reducción del valor nominal de la deuda y 123 acuerdos que sólo implicaron el alargamiento de los plazos, y se observa que las quitas en el valor nominal se han vuelto cada vez más comunes.

Estos autores encontraron que la quita promedio entre 1978 y 2014 fue del 38%, mientras que el promedio ponderado por el volumen muestra una quita aún más baja, del 30%. Esto implica que, en promedio, los inversores podrían preservar casi dos tercios del valor de la inversión en las reestructuraciones de las últimas décadas. Este grado de pérdida es sorprendentemente bajo, al menos en comparación a las reestructuraciones de deuda corporativa. De acuerdo con la mayor base de datos de reestructuraciones de bonos y préstamos corporativos en Estados Unidos, realizado por (Moody 2008), la quita promedio entre 1982 y 2005 fue del 64%. Esto es casi el doble de lo que encontramos para la deuda soberana. Esta gran discrepancia es sorprendente, ya que la deuda corporativa de los Estados Unidos, en contraste con la deuda soberana, puede ser ejecutada en los tribunales, porque está sujeta a la ley de quiebras.

En cuanto a las diferentes décadas, nos encontramos con un notable incremento en el tamaño de las quitas (*haircut*) en el tiempo.

- ✓ En el período previo al Plan Brady 1978-1989 la quita promedio, calculada como explican Sturzenegger y Zettelmeyer (SZ), fue de 25% (con una quita en valor nominal del 1%).
- ✓ Para el período del Plan Brady 1990-1998:
 - La quita de los que se adhirieron al Plan Brady, según SZ fue del 45% (con una quita nominal de capital de 25%).
 - La quita de los que no adhirieron al Plan Brady, según SZ fue del 54% (con una quita nominal de capital del 39%).
- ✓ Para el período post Brady, 1999-2014, la quita promedio, según SZ, fue del 53% (con una quita nominal de capital del 39%).

CUADRO III QUITA PROMEDIO POR PERÍODO

	Casos	Promedio de Quita Nominal	Promedio de quita SZ
Previo al Plan Brady (1978-1989)	99	1%	25%
Época del Plan Brady sin acuerdo Brady (1990-1998)	36	39%	54%
Época del Plan Brady con acuerdo Brady (1990-1998)	17	25%	45%
Posterior al Plan Brady (1999-2014)	35	39%	53%
Total general	187	18%	38%

Fuente: Elaboración propia en base a Cruces y Trebesch, 2013 (5.9)

Estos autores también encontraron que el tipo de deudor es importante; en particular, encontraron quitas promedio del 87% en las reestructuraciones de los países pobres muy endeudados (*heavily indebted poor countries* (HIPC)).

Para ver el costo de endeudamiento que sigue luego de un *default* resuelto con una reestructuración de deuda, los escritores del *paper* estudiaron para el período 1993-2010, las reestructuraciones finales (es decir, aquellas que no fueron seguidas por otra reestructuración) tomando como reestructuración final aquella que para Standard and Poor's implica salir del *default*, comparando los rendimientos del soberano con el rendimiento de acreedores privados, por cuatro años.

La variable dependiente es la diferencia entre el rendimiento promedio mensual de los bonos del país soberano que reestructuró y el EMBI Global. El EMBIG contiene 47 países, de los cuales 23 tuvieron algún *default* y 24 no.

El análisis incluye 27 reestructuraciones que ocurrieron entre 1993 y 2010 con una quita promedio del 37% (esta medida es la quita acumulada); se analiza la diferencia en cada punto entre los países que entraron al *default* y aquellos que no lo hicieron. El análisis muestra una gran diferencia a través de los años para aquellos países que tuvieron una quita mayor al promedio de aquellos que tuvieron una quita menor.

Los países que realizaron una quita mayor al promedio (37% de quita) tienen un *spread* 200 puntos básicos (pb) más alto que aquellos países que realizaron una quita por debajo del promedio, sobre todo a partir del tercer año.

Encontraron que un aumento de 1 punto porcentual en la dimensión de la quita implica un incremento de 6,75 puntos básicos en el primer año luego de la reestructuración, y aún en los años 4 y 5 mantiene un costo de 3,16 puntos básicos adicionales. Esto significa que una reestructuración con una quita del 40%, que es aproximadamente la media para la muestra EMBIG utilizada aquí, se puede asociar a un sobre costo de 270 puntos básicos el primer año y 127 puntos básicos en los años 4 y 5. Los resultados confirman la fuerte relación entre el tamaño de la quita y los diferenciales de costo para los años 1 a 7 posteriores a la reestructuración. En definitiva las reestructuraciones son estadísticamente significativas para los años 1 a 7 posteriores a una reestructuración, y para las quitas por encima del 40%.

Respecto a la relación entre el nivel de quita y la duración de la exclusión de los mercados, los autores construyeron un conjunto de datos anuales sobre el acceso al crédito entre 1980 y 2010. Una vez más se centran en reestructuraciones finales, como se definieron anteriormente, que incluyen las 17 ofertas del Plan Brady, así como todas las recientes reestructuraciones de bonos externos. El principal resultado es que la relación entre el nivel de quita y la duración de la exclusión del mercado de capitales es negativa. En números, un aumento de 1 punto porcentual en la quita reduce la probabilidad de acceso a los mercados de capital en el siguiente año un 2,4%. Esto contradice estudios anteriores que dicen que el acceso al mercado es rápido después de una reestructuración.

Además, encontraron que la cantidad de la población, el PBI per cápita y una buena calificación de crédito se asocian con una mayor velocidad de ingreso al mercado de capitales (post reestructuración); lo mismo sucede con la relación deuda como porcentaje del PBI y el saldo fiscal, ya que muestran que el aumento de endeudamiento y del déficit presupuestario implican una mayor duración de la exclusión de los mercados. Esto también ocurre con el riesgo político, la inflación anual y el crecimiento, o la relación entre las reservas y las importaciones.

En conclusión, mientras las últimas tres décadas de investigaciones indican que es baja la relación entre el *default* soberano, los mayores costos de endeudamiento y la exclusión de los mercados de capitales, este *paper* que analizamos proporciona evidencia de que un *default* puede tener consecuencias adversas para los gobiernos en el mediano plazo, encontrando una estrecha relación entre el tamaño de la

quita en una reestructuración y las condiciones posteriores de endeudamiento para el soberano. Es decir, a mayores pérdidas para los acreedores mayor es el costo post-reestructuración y mayor el período de exclusión del mercado de capitales.

Sin embargo, aclaran que la interpretación de los resultados no implica que los países en mora deben tratar de minimizar las pérdidas de los acreedores; solo aportan pruebas de que el logro de un alto grado de alivio de la deuda puede tener beneficios en el corto plazo, pero también puede implicar peores condiciones de financiación en el futuro.

3.4. Caso detallado: Argentina

El 23 de diciembre de 2001 el entonces presidente interino Rodríguez Saá confirmó que no podíamos pagar la deuda pública y declaró el *default* sin repudiar la deuda.

En general, cuando un país declara el default reconociendo su deuda como legítima es porque la deuda es insostenible, pero desde ya, para llegar a un nivel de endeudamiento insostenible, previamente hubo un cúmulo de malas decisiones tomadas por los gobernantes, y permitidas por parte del Congreso y los ciudadanos.

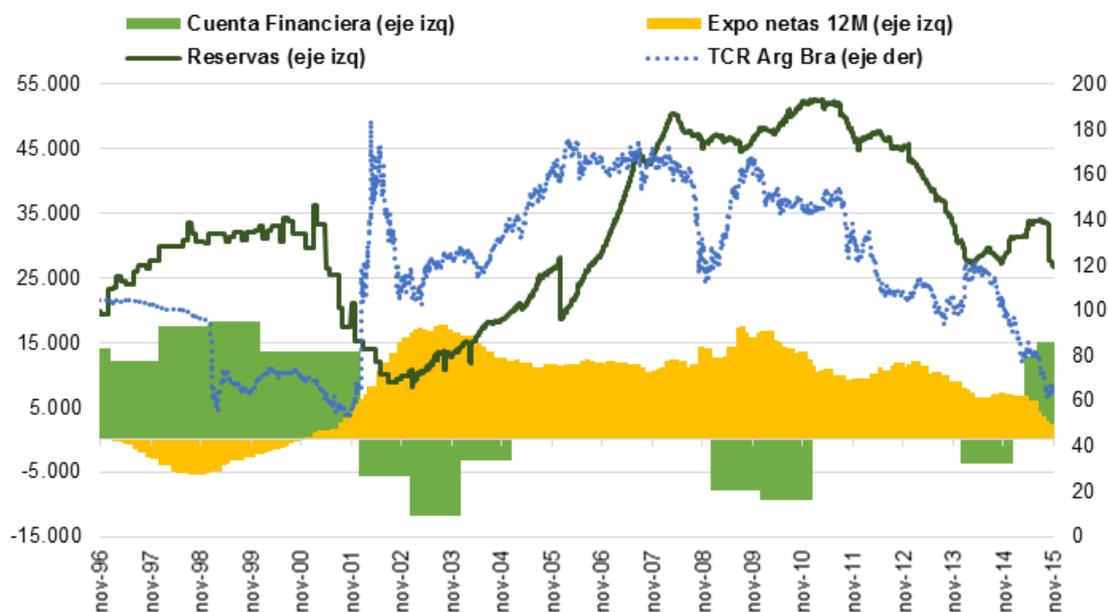
Aquí me gustaría resaltar que la deuda pública no se genera de un día para otro, y que pareciera que existe una falla en los controles sociales y políticos, toda vez que los ciudadanos y la oposición dejan que su gobierno tome deuda hasta el punto que se vuelva insostenible.

En ese sentido, si bien coincidimos con el planteo de que debería haber un mecanismo internacional para resolver default soberanos, al estilo de la ley de quiebras comercial que tiene cada país, creemos que los países que quieran gozar de dicha norma internacional deberían votar una ley a nivel nacional, con estatus constitucional que genere controles hacia el interior de los propios gobiernos.

La idea radica en que un gran porcentaje de la población desconoce sobre temas de finanzas; en general, no saben cuanta deuda pública toma anualmente su gobierno, cuanta deuda vence al año siguiente, si la tasa de interés que paga el país es la más baja que podría conseguir y, lo más grave, desconocen en qué se utilizó esa deuda contraída.

Por ejemplo, durante 2014 el Gobierno de la presidenta Cristina Fernández de Kirchner firmó un Swap de monedas con China por U\$S 11.346 millones (un tercio de las reservas del banco central) y lo utilizó en doce meses, desde septiembre 2014 hasta septiembre 2015 (6.8).

GRAFICO III RESERVAS INTERNACIONALES, SALDO COMERCIAL Y ENDEUDAMIENTO NETO VS. TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL ARGENTINA BRASIL 1995-2015



Fuente: Banco Central de la República Argentina, INDEC, IPC CABA y Reuters

En el gráfico de arriba se observa que esto, además, es un error en el que ya incurrieron otros gobiernos Argentinos (1998-2001 // 2014-2015). Es decir, en general cuando la balanza comercial no genera las divisas que necesita el país para crecer, se pretende sostener el tipo de cambio apreciado (respecto a nuestro principal socio comercial, Brasil) inflando las reservas internacionales con deuda pública. Lo irónico es que parados en ese punto, la demanda de divisas de la economía es tan grande que nunca se logra abastecerla, porque se genera una corrida contra el peso y a favor del dólar; no importa cuanta deuda se tome, se esfuma en cuestión de meses.

En definitiva, debido a que tomar deuda pública para sostener un tipo de cambio apreciado e insostenible ha sido la gran tentación que han tenido varios gobiernos argentinos, aprovechando cierta miopía que tienen los ciudadanos que ven el bienestar de cortísimo plazo, debiera estar prohibido constitucionalmente el endeudamiento con estos fines. Es decir, si un país no tomara deuda en moneda extranjera para financiar el balance comercial deficitario, fruto del atraso cambiario, la deuda pública en moneda extranjera podría mantenerse relativamente baja, utilizándose solamente para inversiones en infraestructura que contengan bienes y servicios que deban ser importados porque no se produzcan en el país.

Si bien no es el objetivo del presente trabajo, y hay infinidad de bibliografía que trata el tema, lo que proponemos como manera objetiva de definir el atraso cambiario, aunque desde ya hay infinidad de formas de analizarlo. La forma de determinar que existe atraso cambiario podría ser que se reúnan dos condiciones.

La primera es que el tipo de cambio real bilateral con, aunque sea uno de los tres principales socios comerciales, se encuentre por debajo de la banda inferior, de

un sendero deseado. El sendero podría ser definido por el promedio del tipo de cambio real bilateral de los últimos diez años, más, menos un desvío estándar.

La segunda condición es que se observe uno de los siguientes efectos del atraso cambiario, que el balance comercial mensual sea deficitario, o que las reservas internacionales netas de deuda financiera pública, se reduzca en la comparación de un mes respecto al mismo mes del año anterior 15% o más. Considerando como deuda financiera pública aquella tomada por cualquier organismo público (Banco Central, Bancos públicos comerciales, Gobierno Nacional, Provincial o Municipal) o empresas con participación estatal.

Esto además coincide con un estudio publicado en el libro *Vivir con Deuda (5.37)*, en el capítulo denominado *¿Cómo crece la deuda?*, en el cual se demuestra que el mayor motivo de incremento de la deuda pública no es el déficit fiscal, sino los saltos abruptos del tipo de cambio cuando una gran porción de la deuda pública se encuentra denominada en moneda extranjera. Es decir, si no dejáramos atrasar el tipo de cambio artificialmente, no deberían existir saltos abruptos del tipo de cambio ni un nivel inconsistente de endeudamiento para sostenerlo.

Según los autores del libro, en 2001 la razón deuda/PBI de Argentina se ubicaba apenas por encima del 50% del PBI, y para 2002 la deuda del país se encontraba muy por encima del 130%. Es evidente que esta brusca variación de la deuda no se debió solamente al déficit presupuestario, sino que la deuda se disparó debido a que el 98% de ella estaba denominada en moneda extranjera, y se necesitó devaluar la moneda.

Si bien parte de este problema se evita tomando deuda en moneda nacional, lo cual viene haciendo Brasil (que a marzo de 2013 tenía sólo el 3% de su deuda en moneda extranjera (6.9)), una forma de evitar los saltos abruptos del tipo de cambio es evitando que el Estado se pueda financiar con deuda para sostener un tipo de cambio atrasado.

Es decir, habría que proponer que, sacando la refinanciación del capital, sólo se pueda colocar un bono o tomar un préstamo en moneda extranjera cuando tenga una aplicación exclusiva a obras que se consideren fundamentales para el desarrollo del país y que necesite exclusivamente del financiamiento en divisas.

Por último nos parece productivo explicar porque no proponemos parámetros objetivos que garanticen la sustentabilidad del pago de la deuda, como limitante para tomar deuda en moneda extranjera.

En general existen una serie de ratios de endeudamiento de los cuales se observa su evolución y su proyección, por ejemplo la deuda pública total en moneda extranjera respecto a las reservas internacionales, respecto al total de deuda, o los vencimientos del próximo año respecto al saldo comercial. Pero si bien estos son indicadores, de la evolución no hay consenso internacional de cuál es el límite, básicamente porque los países que analizan estos temas, EEUU y Europa, no toman deuda en moneda extranjera, emiten el 99% de la deuda en moneda nacional.

Adicionalmente no le encontramos el sentido a endeudarnos con cualquier objetivo, en moneda extranjera, hasta el máximo posible, porque en este punto, el alto nivel de endeudamiento ya es difícil de resolver el nivel de endeudamiento, y nos habremos endeudado con fines que no le aportan a los ciudadanos soluciones a sus problemas cotidianos.

Ahora, volviendo a la declaración del *default*, comienzo por destacar que la situación financiera previa (por imprudencia de los presidentes previos) era en extremo delicada. El nivel de apreciación del tipo de cambio real bilateral Argentina-Brasil había llegado a niveles insostenibles, mucho más después de la devaluación de Brasil en 1998.

Durante el año 2000 la balanza comercial (sumando bienes y servicios) mostró un déficit de U\$S -1.832 millones, a esto se le sumó un déficit de rentas por U\$S -6.522 millones (U\$S 5.921 millones por intereses y U\$S 1.609 millones por utilidades); básicamente estos déficits se financiaban con Deuda Pública por U\$S 9.447 millones (U\$S 6.409 millones del Gobierno Nacional, U\$S 1.276 millones de Gobiernos Provinciales y U\$S 762 millones del Banco Central) **(6.10)**.

La situación comercial y financiera llevó a las reservas internacionales del país a un nivel de U\$S 15.195 millones al 30 de noviembre de 2001 (luego de caer 49% en ocho meses **(6.11)**); los vencimientos en moneda extranjera del siguiente año, sumando solo el capital (sin sumar intereses) eran U\$S 16.256 millones (período octubre 2000-septiembre 2001) **(6.12.)**.

Pero la situación era aún peor, porque los bancos comerciales locales tenían un alto porcentaje de sus balances con títulos de la deuda pública, por lo tanto la problemática de un *default* no era solo la exclusión del financiamiento comercial o la sobre tasa una vez que se reestructurara la deuda; el problema principal era que la decisión podía quebrar todo el sector financiero nacional.

Adicionalmente, la convertibilidad, que dejaba el tipo de cambio fijo en un peso igual a un dólar, mantenía el atraso cambiario, pero al mismo tiempo una fuerte devaluación aumentaría fuertemente la deuda pública (porque al 30-09-2001, el 98% de la deuda se encontraba en moneda extranjera) y rompería todos los contratos de la economía que estaban acordados con ese tipo de cambio.

Un informe de la Auditoría General de la Nación **(6.13)** explica lo que ocurría por aquella época. El Gobierno Nacional obtuvo, a fines de 2000, un importante paquete de ayuda financiera (el “blindaje”) que cubría, con fondos locales y externos, los vencimientos de 2001 y parte de 2002 por unos U\$S 40.000 millones. El FMI lideró la operación con una ampliación de hasta U\$S 13.700 millones del crédito *stand-by* vigente desde marzo de 2000. Los acreedores locales, fundamentalmente bancos y fondos de pensión (AFJP), tuvieron también una importante participación.

A mediados de 2001, se llevó a cabo un importante y costoso canje voluntario de deuda (el “mega canje”) en manos de tenedores privados (locales y extranjeros). La operación, que recibió la venia del FMI, alcanzó a un total de U\$S 30.000 millones en bonos públicos (alrededor del 24% del total de la deuda del Sector Público Nacional). El canje permitió extender el plazo promedio de los instrumentos,

pero al costo de elevar el valor nominal de la deuda en unos U\$S 2.000 millones e incrementar el peso de los intereses. En vez de aliviar la restricción financiera, las mayores tasas de interés pactadas contribuyeron a consolidar la percepción de que la trayectoria de la deuda pública se había vuelto insostenible.

En noviembre de 2001 se llevó a cabo una segunda operación voluntaria de canje, que estuvo dirigida a tenedores locales, principalmente bancos y AFJP, que aceptaron canjear algo más de U\$S 42.000 millones de títulos públicos por igual cantidad de préstamos garantizados, que brindaban menores tasas de interés y plazos más largos.

Desde julio de 2000 había fuga de depósitos y corrida contra las reservas; la intensificación de estos procesos no pudo ser detenida ni con la nueva ampliación en U\$S 8.000 millones del crédito *stand-by* vigente con el FMI anunciada en agosto del 2001, ni con el canje de deuda en noviembre 2001. Esta situación condujo a que el gobierno finalmente impusiera, a comienzos de diciembre, fuertes restricciones al retiro de fondos de los bancos (el llamado “corralito”) y a las operaciones de cambio el 3 de diciembre de 2001.

Finalmente, el 23 de diciembre de 2001 se declara el *default* y el 6 de diciembre se abandona la convertibilidad.

Al 31 de diciembre de 2001 la deuda pública era U\$S 144.453 millones, de la cual (6.14):

- ✓ U\$S 32.362 millones se le debían a organismos internacionales, a los que nunca se les dejó de pagar.
- ✓ U\$S 42.258 millones eran préstamos garantizados en moneda nacional canjeados unos meses antes del *default*, y que no entraron en cesación de pagos.
- ✓ U\$S 55.057 millones eran títulos públicos que entraron en *default*.
- ✓ U\$S 4.477 millones eran préstamos de bilaterales, como el Club de París, que se dejaron de pagar.
- ✓ U\$S 10.299 millones eran letras y otros préstamos que habrían entrado en *default*.

En la oferta del canje del 12 de enero de 2005 había deuda elegible por U\$S 81.836 millones (incluyendo intereses devengados e impagos al 31-12-2001 por U\$S 2.100 millones). Lo primero que hay que decir es que como la oferta tiene fecha de emisión el 31-12-2003, hay una quita de intereses entre el 31-12-2001 y el 31-12-2003 de U\$S 20.730 millones (6.15). El canje ofrecía tres opciones:

- ✓ Par: se emite por un valor nominal del 100% del capital elegible del título en *default* que vence en 2038, el capital se devuelve en cuotas, paga un interés escalonado máximo del 5,25%. Más un cupón atado al PBI por el monto elegible.
- ✓ Cuasipar: se emite por un valor nominal del 69,9% del capital elegible del título en *default* que vence en 2045, el capital se devuelve en cuotas, paga un interés del 3,31%, pero los primeros diez años lo capitaliza. Más un cupón atado al PBI por el monto elegible.
- ✓ Descuento: se emite por un valor nominal del 33,3% del capital elegible del título en *default* que vence en 2033, el capital se devuelve en cuotas, paga un interés escalonado máximo del 8,28%. Más un cupón atado al PBI por el monto elegible.

El cupón atado al PBI fue una herramienta novedosa, según la cual el Gobierno pretendía dar una señal a los inversores, porque si el país crecía este título pagaba más. Estos instrumentos estiman el excedente del PBI como la diferencia entre el PBI real y el Caso Base del PBI (expresada en pesos corrientes), y pagan el 5% de ese excedente. Además condicionaron el pago a que sucedan las siguientes tres condiciones para el año de referencia:

- ✓ El PBI a precios constantes publicado por el INDEC excede al PBI del Caso Base para cada año, establecido en el prospecto del canje.
- ✓ La tasa de crecimiento del PBI publicada por el INDEC excede la tasa de crecimiento del Caso Base del PBI, establecido en el prospecto del canje.
- ✓ Los pagos acumulados no superan el tope establecido, de 0,45 centavos por cupón.

Debido a que se emitieron cupones atados al PBI por el total elegible al canje que acepto ingresar (U\$S 62.318 millones), el 45% de estos implican desembolsos por U\$S 28.043 millones.

El mayor problema de estos cupones, que ya pagaron aproximadamente U\$S 10.026 millones, fue que justamente implicaron fuertes desembolsos y no sirvieron como incentivo para ingresar al canje, porque eran difíciles de valorar. Creemos que esto fue un error de la reestructuración de la deuda.

Se plantearon dos tipos de recompras de deuda, según las cuales el Gobierno pretendía darle una señal a los inversores. Se dijo: si no entran al canje no va a existir excedente para llegar a un acuerdo posterior con los *holdouts*, porque todos los ingresos que superen mi capacidad de pago los voy a repartir entre los que ingresaron al canje.

Por último, se legalizaron dos normas con el fin de convencer a los bonistas que no habría otra oportunidad de ingresar el canje.

A nivel local se sancionó la **Ley Cerrojo de 2005, N°26.017 (6.16.), que indicaba:**

- ✓ No se puede reabrir el canje (artículo 2).
- ✓ Prohíbe al Gobierno hacer acuerdos judiciales, extrajudiciales o privados sobre los bonos en default (artículo 3).
- ✓ Retira de cotización los bonos en default (artículo 4).
- ✓ Los bonos del Estado nacional elegibles para el canje, depositados por cualquier causa o título a la orden de tribunales, cuyos titulares no hubieran adherido al canje o no hubieran manifestado en forma expresa su voluntad de no adherir al mencionado canje, quedarán reemplazados, de pleno derecho, por bonos Discount en pesos.

Durante 2009 se suspendió la Ley Cerrojo para realizar el canje 2009/10 (Ley N°26.547) hasta el 31-12-2010:

- ✓ Se suspenden los artículos N° 2, 3 y 4.
- ✓ Se agrega que: “Los términos y condiciones financieros que se ofrezcan no podrán ser **iguales ni mejores** que los ofrecidos a los acreedores, en la reestructuración de deuda dispuesta por el Decreto N° 1735/04.”
- ✓ Se prohíbe ofrecer mejores términos a los acreedores que iniciaron juicio que a los que no.

Finalmente, se suspende la Ley Cerrojo en 2013 (Ley N°26.886), hasta que el Congreso declare terminado el proceso de reestructuración, para intentar revertir el fallo de Griesa.

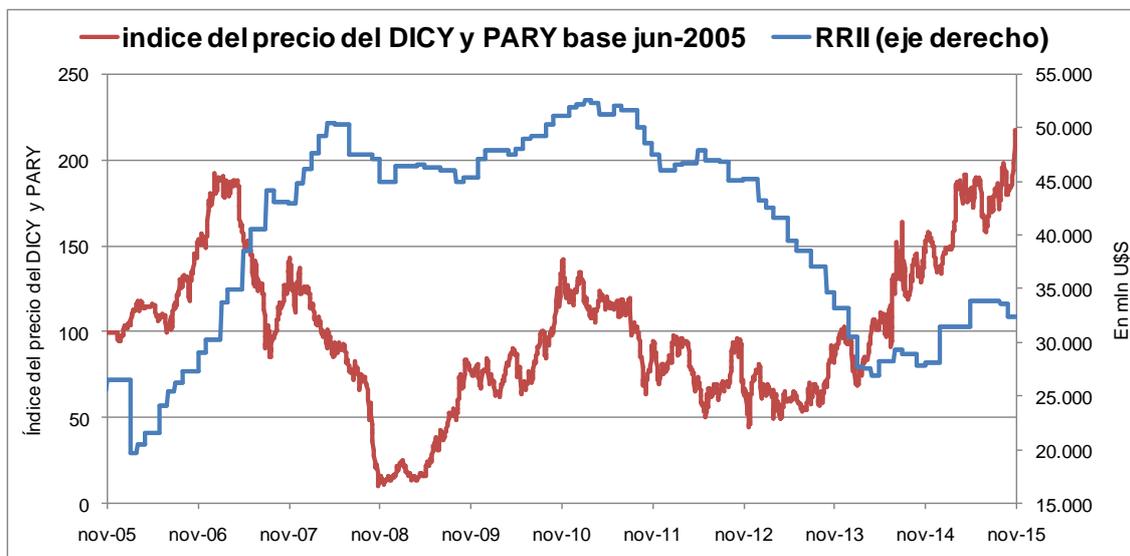
- ✓ Se suspenden los artículos N° 2, 3 y 4.
- ✓ Se agrega que los términos y condiciones que se ofrezcan no podrán ser mejores que el canje 2010.
- ✓ Se prohíbe ofrecer mejores términos a los acreedores que iniciaron juicio que a los que no.

A nivel internacional, el prospecto del canje tiene la cláusula RUFO “*Rights Upon Future Offers*”, que indica los derechos sobre futuras ofertas. Básicamente explica que hasta el 31-12-2014, cualquier oferta que se realice sobre los títulos elegibles del canje, le dan el derecho a los que ingresaron al canje 2005 y posteriores a reingresar, si así lo consideran más conveniente.

Este primer canje consiguió la aceptación del 76,15% de los bonistas, y según la metodología de estimación de quita de SZ, en términos de valor presente neto, consiguió una quita del 76,8%.

El 15 de septiembre de 2008 declara la quiebra el Lehman Brothers y se desata la crisis de las hipotecas, lo que hizo caer fuertemente los precios de los activos en el mundo, y la Argentina no fue la excepción.

GRAFICO IV PRECIO DE BONOS Y RESERVAS



Fuente: Banco Central de la República Argentina y Reuters

En ese momento la Argentina contaba con reservas internacionales por U\$S 46.090 (agosto 2008) millones y no compró su deuda en default, ni los cupones atados al PBI. Esto fue un gran error, que fue aprovechado por fondos buitres que compraron, en medio de la crisis, bonos a centavos y fondos especializados en comprar deuda en problemas (*distressed debt funds*) que luego ingresaron al canje realizado en 2010.

En 2010 se realizó el segundo canje, por un monto elegible de U\$S 18.300 millones y obtuvo un 66% de aceptación. La oferta consistía en dos opciones:

- ✓ Par: además del bono Par, igual que en el canje 2005 y los cupones PBI, recibían los intereses atrasados (entre el 31-12-2003 y el 31-12-2009) en efectivo del bono par, pero no se reconocieron los pagos de cupones PBI previos.
- ✓ Descuento: además del bono de Descuento, igual que en el canje 2005 y los cupones PBI, recibían los intereses atrasados (entre el 31-12-2003 y el 31-12-2009) del Descuento con un nuevo bono, el Global 2017 con vencimiento en 2017, interés del 8,75% y amortización en un pago al vencimiento. Tampoco se reconocieron los pagos de cupones PBI previos

El 7 de diciembre 2011 llegó el primero fallo del Juez Griesa (6.17) de NY (EUA), que explica que Argentina emitió bonos bajo el *Fiscal Agency Agreement* (FAA) del 12-04-1994. El FAA en el párrafo 1(c) decía que los bonos externos de la República tendrán en todo momento el mismo rango y no habrá ninguna preferencia entre ellos. Las obligaciones de pago de la República en todo momento deberán ser iguales con toda deuda externa presente y futura. Copio el texto original de la famosa cláusula *pari passu*: “*The Securities [i.e., the bonds] will constitute . . . direct, unconditional, unsecured and unsubordinated obligations of the Republic and shall at all times rank pari passu and without any preference among themselves. The payment obligations of the Republic under the Securities shall at all times rank at least equally*

with all its other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness (as defined in this Agreement)”.

El Juez Griesa detalló que en el FAA, Argentina toma la ley de NY como norma para dirimir cualquier diferencia entre las partes, que NML tiene bonos bajo el FAA, que Argentina emitió otros bonos en los canjes de 2005 y 2010 creando nuevos bonos con un estatus mejor que los bonos emitidos bajo el FAA porque Argentina le pagó a los bonistas que aceptaron los canjes 2005/2010, pero no le paga a NML desde 2001, por lo cual NML está litigando; como si esto fuera poco, Argentina sancionó la ley 26.017 (Ley Cerrojo) que prohíbe cualquier acuerdo de bonos elegibles para el canje 2005 y suspendió la ley anterior por un período para realizar el canje 2010.

Y, por lo tanto, ordena que Argentina en todo momento le dé la misma prioridad al pago de NML que al pago de los demás bonos. Según el texto original: ***“It is DECLARED, ADJUDGED, and DECREED that the Republic is required under Paragraph 1(c) of the FAA at all times to rank its payment obligations pursuant to NML’s Bonds at least equally with all the Republic’s other present and future unsecured and unsubordinated External Indebtedness”.***

Algunos errores argentinos que dejó a la luz el fallo es que al momento de cerrarse el juicio en 2005 se les debería haber abierto a los tenedores de bonos elegibles al canje que no hubieran ingresado una cuenta y depositarle los cupones de un bono cualquiera, supongamos el más elegido (Discount dólares, ley argentina), tal como se hizo con los bonos que estaban en cuentas locales con el bono Discount en pesos. Esto podría haber evitado este juicio, siempre que no habría diferencias entre acreedores por *pari passu*.

Por otro lado, es incomprensible que con el nivel de reservas internacionales que había en 2008 (U\$S 46.000 millones) no se hayan recomprado los bonos en *default*. Es decir, si los bonos que se estaban pagando (*performing*), por ejemplo, el Discount en dólares, ley NY, valía al 13 de noviembre de 2008 (según precio de Reuters U\$S 23 más capitalización a ese momento 1,186), o sea, U\$S 27,3, los bonos en *default* (*non performing*) debían valer U\$S 1 o menos. Es decir, si con U\$S 1 se compraban 100 nominales de un bono, y al 31 de diciembre de 2008 había U\$S 28.984 millones adeudados (entre el valor nominal y los atrasos de capital e intereses), entonces en el momento de mayor caída del precio de los títulos, con U\$S 290 millones se compraba toda la deuda en *default*.

Desde ya que en la medida que el Gobierno hubiera empezado a recomprar deuda hubiera empezado a subir el precio de los títulos en *default*, pero aunque subieran, si se toma en consideración que entre 2006 y 2014 se utilizaron U\$S 53.846 millones de reservas internacionales para pagar deuda (6.19.), y en 2015, según el presupuesto, se utilizarán U\$S 11.889 millones (6.20.), más los organismos internacionales y bilaterales por aproximadamente U\$S 3.558 millones (6.21.); un total, entre 2006 y 2015, de U\$S 69.294 millones, no pareciera razonable no haber recomprado la deuda en *default* utilizando reservas internacionales de libre disponibilidad.

Lo increíble es que la utilización de reservas para el pago de deuda se instrumentó en 2006 (con el pago al FMI) y a partir del 2010 con el fondo del

desendeudamiento. Si se observa el gráfico N°IV, en el único momento que no se recompró deuda con reservas fue cuando los precios de los bonos estaban más baratos. Esto llama aún más la atención cuando en abril 2010 se reabrió el canje, y se les ofreció un bono que valía U\$S 91,5 (Descuento en dólares, ley NY, según Reuters, más capitalización), a acreedores que pudieron comprarlo a U\$S 1.

Vale aclarar que si bien en 2008 hubo un programa de recompras sobre algunos instrumentos en situación de pago normal, como el Boden 12 y los cupones PBI (6.21.), fue por montos realmente menores.

Incluso, después de recibir este fallo, en 2011, no se comprende porque no se anuló la Ley Cerrojo y se comenzó a depositar el pago retroactivo. O porque siguió emitiendo deuda bajo ley de NY la Provincia de Buenos Aires y la Ciudad de Buenos Aires. Si bien es cierto, que el mercado internacional tiene mayor liquidez que el mercado local, la colocación de Bonar 24 (un bono en dólares con legislación Nacional), el 21 de abril de 2015, estando el país en default, demuestra que cuando los fondos internacionales quieren participar de una colocación, lo hacen con independencia de la legislación.

Por otro lado, el fallo del juez Griesa es cuestionable por parte del propio Griesa, porque aceptó un reclamo en 2010, cuando el default fue en 2001; no se entiende porqué no le reclamó a NML que tuviera los bonos desde el default.

El 23 de febrero de 2012, el juez Griesa dicta otra orden sobre cómo debe realizar los pagos Argentina a NML. Ordena que cada vez que Argentina realice un pago a los bonos canjeados (2005/2010) deberá realizar un pago a los bonos no canjeados. El monto que debe pagarse es igual al pago en porcentaje (es el pago realizado sobre el total adeudado sobre los bonos del canje) multiplicado por el total adeudado a NML, incluyendo intereses prejudiciales.

En el texto original dice:

- a- *Whenever the Republic pays any amount due under terms of the bonds or other obligations issued pursuant to the Republic's 2005 or 2010 Exchange Offers, or any subsequent exchange of or substitution for the 2005 and 2010 Exchange Offers that may occur in the future (collectively, the "Exchange Bonds"), the Republic shall concurrently or in advance make a "Ratable Payment" (as defined below) to NML.*
- b- *Such "Ratable Payment" that the Republic is ORDERED to make to NML shall be an amount equal to the "Payment Percentage" (as defined below) multiplied by the total amount currently due to NML in respect of the bonds at issue in these cases (08 Civ. 6978, 09 Civ. 1707, and 09 Civ. 1708), including pre-judgment interest (the "NML Bonds").*
- c- *Such "Payment Percentage" shall be the fraction calculated by dividing the amount actually paid or which the Republic intends to pay under the terms of the Exchange Bonds by the total amount then due under the terms of the Exchange Bonds.*

El 26 de octubre de 2012 la Corte de Apelaciones ratificó una parte del fallo de Griesa y devolvió otra parte. Ratificó que Argentina incumplió *pari passu*, pero devolvió a Griesa el expediente para que explique si la interpretación de su planteo es

que Argentina debe pagar el 100% de lo que debe a NML o debe pagarle solo el porcentaje que representa cada pago de un bono del canje sobre el total adeudado por todo el canje. Según el texto original: *It could be read to mean that if, for example, Argentina owed the holders of restructured debt \$100,000 in interest and paid 100% of that amount then it would be required to pay the plaintiffs 100% of the accelerated principal and all accrued interest. Or it could be read to mean that, if such a \$100,000 payment to the exchange bondholders represented 1% of the principal and interest outstanding on the restructured debt, then Argentina must pay plaintiffs 1% of the amount owed to them.*

El 21 de noviembre de 2012 el Juez Griesa le respondió a la Corte de Apelaciones con un ejemplo de cómo se aplica. Dice que el próximo pago que tiene el país, en diciembre 2012, es por U\$S 3,14 billones y como esto es el 100% de lo que le debe a los bonistas que aceptaron el canje, deberá pagarle el 100% de lo que les debe a los bonistas que no aceptaron el canje, en este caso a NML (capital por U\$S 1.330 millones más intereses). El texto original decía: *The next time this will occur will be in December 2012, when Argentina is scheduled to make interest payments on the Exchange Bonds of about \$3.14 billion: \$42 million on December 2, \$3 billion on December 15, and \$100 million on December 31. When this occurs, Argentina will be required to make a “Ratable Payment” to plaintiffs. Assuming that Argentina pays 100% of what is then due on the Exchange Bonds, this is the “Payment Percentage” referred to in paragraph 2(b). Argentina would be required to pay 100% “multiplied by the total amount currently due” to plaintiffs. There is no question about what is “currently due” to plaintiffs. The amount that is currently due is the amount of the unpaid principal, the due date of which has been accelerated, and accrued interest. The total of these amounts due to plaintiffs is approximately \$1.33 billion. Thus, at some time in December 2012, when Argentina makes the interest payments on the Exchange Bonds, amounting to a total of about \$3.14 billion, Argentina will be required to pay plaintiffs approximately \$1.33 billion.*

En el texto del fallo, el Juez refiere al argumento de Argentina de que es injusto que los que aceptaron el canje (*holdins*) reciban intereses por el 33,33% del capital, mientras que los que no lo aceptaron recibirán el pago en una cuota y por el 100% del capital. El juez responde a este argumento que los *holdins* al aceptar el canje perdieron sus derechos sobre los bonos originales; en cambio, los que no lo aceptaron y litigaron mantuvieron esos derechos.

Aquí se demuestra la ignorancia del juez:

- ✓ Al no conocer que es inviable un canje si ningún acreedor acepta una quita, porque justamente se llega al *default* porque el peso de la deuda es imposible de pagar.
- ✓ Es irreal que todos los acreedores puedan mantener litigios durante años, lo que se demuestra en el hecho de que el 75% de las demandas son llevadas adelante por fondos buitres (porque demandan años de litigios, abogados especializados y altísimos costos).
- ✓ El hecho de que NML y otros acreedores tenían muchos más bonos en default de los que presentaron en el juicio; por lo tanto, la primera impresión de que era un monto chico que se podía pagar en efectivo era falsa.

- ✓ El hecho de que no había relación entre el monto reclamado y el precio pagado por esos instrumentos denota la falta de conocimiento del juez de lo que es el valor presente de un bono, o la diferencia entre el precio de mercado y el valor nominal residual de una deuda.

El 16 de junio la Corte Suprema de EUA rechazó tratar el caso argentino, ratificando el fallo anterior.

El 30 de junio Argentina entra en mora porque, aun pagando los bonos Descuento del canje, el juez Griesa le dio la orden al Bank of NY Mellon (el *trustee*) de que no transfiera los fondos de los *holdins* si Argentina no transfería los fondos para los *holdouts*. Aquí vale la pena explicar que cambiar la ruta del pago, en términos del prospecto del canje, equivale a entrar en mora; por lo tanto, la opción era pagarle a NML o entrar en default con los *holdins*.

El primero de agosto el ISDA declara que se deben pagar los CDS (*Credit Default Swaps*); si bien no hay pruebas se descuenta que NML tenía estos derivados e incluso es uno de los que vota en el directorio del ISDA para declarar a nuestro país en *default* (6.22.).

El 29 de agosto llega la primer orden de Griesa respecto a los *me toos*, aquellos bonistas que tienen bonos en default y desean acceder al mismo fallo que obtuvo NML.

La discusión en curso sobre el caso es básicamente sobre quiénes pueden reclamar el mismo fallo que NML; es decir, quienes son considerados *me toos*. El 16 de septiembre de 2015 la cámara de apelaciones indica que el 29 de agosto de 2014 el Juez Griesa modificó la definición de clase (*class*) violando la regla 23 del procedimiento civil (*Rule 23 of the Federal Rules of Civil Procedure*).

Lo que explican es que por cuarta vez devuelven el fallo del juez Griesa respecto a los *me toos*, porque no logran que el juez cumpla con la definición de clase del 29 de mayo de 2009 (refiere a otro juicio de *holdouts* iniciado el 19 de diciembre de 2006), en dicha definición, para ser considerado demandante, debían tener los bonos en forma continua desde el momento que presentaron la demanda hasta el cobro de la misma. El texto original: *the class contained only those individuals who, like Appellee, possessed beneficial interests in a particular bond series issued by the Republic of Argentina from the date of the complaint—December 19, 2006—through the date of final judgment in the District Court.*

Y aclaran que los demandantes (NML) le ofrecieron al juez Griesa que cambie la definición de clase quitando el requerimiento de que los demandantes deberían tener los bonos desde el inicio del juicio. El texto original: *Appellee in this case offered the District Court an alternative solution to its difficulties in assessing damages—simply modifying the class definition by removing the continuous holder requirement and expanding the class to all holders of beneficial interests in the relevant bond series without limitation as to time held.* Lo que la corte de apelaciones rechazó. Nuevamente ningún demandante propondría esto si no tuviera un interés particular.

Aquí hay que resaltar que si NML no tuviera bonos adicionales a los presentados en el juicio de 2010, no tendría incentivos para favorecer el reclamo de los *me toos*; por el contrario, lo lógico es que intentara cobrar primero. Esto deja de manifiesto que la estrategia de NML era mostrarle al juez Griesa que el monto del juicio era chico, para que dictara su veredicto sin saber lo que realmente implicaba en monto total.

En definitiva, todavía resta definir quiénes son los *me toos* que realmente cumplen con la condición de tener los bonos desde el inicio de la demanda, y por lo tanto aún no se conoce cuál es el monto total del que se deberá partir para empezar a negociar.

Por otro lado, se abre un interrogante, si NML es uno de los *me toos* que deben tener los bonos desde el inicio del juicio, no se puede unificar la fecha de inicio del juicio al año 2006 y dejar afuera a NML, y a todos los que según nuestra definición no son *holdouts*.

3.5. Juicios a soberanos por reestructuraciones de Deuda Pública

Para analizar qué tan frecuentes son las demandas de acreedores sobre países soberanos en el contexto de una reestructuración de deuda, o si el caso argentino es un caso aislado, utilizamos el *paper* de Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34).

Según estos autores, históricamente se creía que era imposible obligar a un Gobierno soberano a cumplir con sus deudas, porque a diferencia de una empresa, que va a la quiebra y se reparten los bienes entre los acreedores, un Gobierno no tiene bienes embargables porque goza de inmunidad soberana.

Pero desde los años 70 se redujo la fortaleza de la inmunidad soberana y empezaron a prosperar los juicios contra los países. En su contribución seminal Eaton y Gersovitz, 1981 (5.12), comenzaron la literatura moderna sobre deuda soberana, con el supuesto de que los acreedores no podían imponer sanciones, pero podían excluir a los países deudores de los mercados internacionales de capital. Esta idea fue seguida por una gran cantidad de literatura que intentó debilitar los supuestos utilizados. Sin embargo, como resultado de los cambios en la ley, así como del desarrollo de nuevas estrategias legales, durante los últimos treinta años las posibilidades de acciones de los acreedores contra los soberanos han mejorado significativamente. La base de datos del *paper* analiza los litigios recientes y discute si esto requiere un cambio en nuestra comprensión de los mercados de deuda soberana. La conclusión de los autores es que los supuestos originales de Eaton y Gersovitz, 1981 (5.12), se mantienen sorprendentemente vigentes.

El *paper* contiene la base de datos más importante que se conozca hasta el momento de demandas a soberanos, analizaron cada caso de demanda en Estados Unidos y el Reino Unido (UK) desde 1976, que se encontraron en las siguientes bases: PACER (6.4), Lexis Nexis Law, Westlaw, Casetrack, Justis y BAILII, incluyendo acuerdos fuera de la corte.

Luego de todo el análisis los autores encontraron varios hechos estilizados.

El primero es que la probabilidad de litigios se ha incrementado fuertemente. Existe un aumento notable en el número de casos. El número total de demandas es sólo de 120 (sin contar múltiples demandas judiciales por el mismo acreedor), pero más de la mitad de estos casos han sido empezados desde el año 2000. La probabilidad de que una crisis de la deuda se acompañe de un litigio con un acreedor ha aumentado de menos de 10% en 1980 a más del 40% en los últimos años.

El segundo hecho estilizado es que el monto de los litigios parece estar en aumento. Desde mediados de la década de 1990, el monto total en litigio se duplicó

hasta alcanzar más de US \$ 3 mil millones en 2010. En los últimos años, los reclamos bajo litigio corresponden al 3% del total de la deuda reestructurada (1,5% del PBI del país deudor, promedio 2000-2010). También la duración de los casos se ha incrementado a una media de 6,2 años. Por otra parte, se observan más y más intentos de embargo: en los últimos años más de la mitad de todos los casos pendientes tuvieron al menos un intento de apoderarse de los activos soberanos en el exterior.

El tercer hecho estilizado es que los fondos buitres representan el 75% de los nuevos casos de demandas. Durante la década de 1980 y principios de 1990 eran bancos, en su mayoría, los que iniciaban demandas en contra de los soberanos. Durante la década del 2000, sin embargo, los fondos buitres se llevaron casi el 75% de todos los casos. En comparación con otros tipos de acreedores, los fondos buitres demandan por períodos más largos de tiempo, inician más intentos de embargo y litigan por cantidades mucho más grandes (cuatro veces más grandes, en promedio).

El cuarto hecho estilizado es que hay una gran variación entre los casos de crisis de deuda. Algunos impagos provocan decenas de demandas, mientras que muchos otros canjes de deuda se implementan sin un solo pleito en tribunales extranjeros. En general, el litigio fue un obstáculo en sólo 30 de las 180 reestructuraciones de deuda soberanas con acreedores privados entre 1976 y 2010 (16% de todos los casos). Del mismo modo, sólo 25 gobiernos deudores fueron demandados, de un total de 69 morosos.

Además, encontraron que de 120 demandas, 102 fueron en Estados Unidos, solo 15 en el Reino Unido (UK) y 3 fueron arbitrajes. Y que del total, 79 fueron contra países de América, 27 en África, 12 en Asia y solo 2 en Europa. Finalmente, 51 demandas fueron en los años 90 y 55 fueron en la década del 2000.

Los datos muestran un fuerte aumento de litigios presentados por los acreedores contra los soberanos: la cantidad de casos, el monto reclamado y la cantidad de intentos de embargo de activos se incrementaron a más del doble en los últimos treinta años. Del 2001 al 2009, el 47% de las reestructuraciones soberanas desencadenó demandas.

¿Cómo se explica este aumento en las disputas legales? y ¿por qué hay una gran variación de cantidad de demandas, entre las distintas reestructuraciones? Los autores encontraron que los acreedores tienen mayor probabilidad de ser demandados cuando las reestructuraciones son grandes, cuando las quitas son altas y cuando el país es vulnerable a litigios (economías abiertas y con un bajo nivel de asesoramiento legal). Los autores concluyen que la ejecución de deuda soberana a través de tribunales es probable que se convierta en algo cada vez más relevante en un mundo globalizado con altas cargas de deuda pública.

¿Por qué algunas crisis de deuda son seguidas por una verdadera carrera a los palacios de justicia, mientras que la mayoría de los casos no lo son? ¿Es cierto que las economías más abiertas tienen más probabilidades de ser demandadas, como se sugiere a menudo en el debate político? Los resultados están en línea con los supuestos teóricos. En particular, encontraron que la apertura comercial (cantidad de acreedores reestructurados), y el alcance de las pérdidas de los acreedores (quitas) son predictores,

económicamente y estadísticamente, significativos de los litigios de los acreedores después de un default.

Llegaron a la conclusión de que el aumento de los litigios de los acreedores puede atribuirse tanto a la evolución legal como a la evolución económica. Los cambios en la doctrina jurídica eran una condición previa importante para que aumenten las demandas de los acreedores. Pero la apertura económica, en términos de comercio, y de financiamiento, hacen a los gobiernos deudores más vulnerables a las acciones legales. Además, el aumento en el tamaño de la quita y la creciente heterogeneidad entre los acreedores parecen haber contribuido al aumento de las disputas legales.

La evidencia sugiere que se debe asumir que los acreedores no pueden imponer ninguna sanción a los países incumplidores, sino que pueden dificultar su acceso a los mercados internacionales de capital.

Pero la amenaza de exclusión de los mercados financieros puede ser menos relevante para algunos países, por el crédito de Organismos Multilaterales y Bilaterales, actualmente a disposición de la mayoría de los países, incluso en una situación de incumplimiento manifiesto. Por lo tanto, la amenaza de la exclusión se refiere sólo a los acreedores comerciales. Una conclusión directa de este hecho es que los costos del incumplimiento son menos graves para los pequeños países en los que la deuda multilateral puede ser lo suficientemente grande como para sustituir a la deuda comercial, algo que no sería factible para los países más grandes.

En conclusión, para los autores, el papel de los litigios legales entre acreedores y deudores soberanos se volvió un ingrediente importante de los mercados de deuda soberana, en particular en tiempos de crisis. La deuda soberana no es fácil de hacer cumplir en la corte, porque los embargos y el cobro de deudas son difíciles y costosos para los acreedores.

Pero los estudios de casos, la estadística descriptiva y los resultados econométricos indican que todas las disputas legales están acompañadas de significativos costos económicos, porque impiden el endeudamiento externo, interrumpen el comercio internacional y retrasan la resolución de la crisis. Esto contrasta con la idea que el tema de fondos buitres es un problema menor para los países.

Sin embargo, aclaran que los resultados no deben ser mal interpretados. En particular, subrayan que el análisis es una evaluación ex post que no refleja el equilibrio general del aumento en los litigios de los acreedores. De hecho, es posible que los litigios impliquen un beneficio. Las demandas legales, incluso las realizadas por un conjunto pequeño de inversores especializados, podrían proporcionar a los gobiernos un nuevo mecanismo de compromiso, ya que el reembolso se hace más creíble cuando la deuda se emite bajo las leyes con mejores mecanismos de aplicación, por ejemplo, en los EE.UU. y el Reino Unido. En relación con esto, puede actuar como un mecanismo de disciplina contra el sobreendeudamiento y el default oportunista.

En los últimos años, la amenaza legal influyó la voluntad de los gobiernos de pagar y la forma de resolver las crisis de deuda; por eso creen que hubo tan pocos defaults en Europa. Un ejemplo es la reestructuración de la deuda griega de

2012. Luego de la reestructuración, Grecia siguió pagando a los acreedores no aceptantes (*holdouts*) con ley inglesa el total, es decir, el 100% del valor nominal. Las preocupaciones sobre posibles litigios en el Reino Unido han sido la razón principal por la que Grecia decidió no imponer la quita a sus *holdouts* con ley inglesa.

Los autores, también indican que creen que las demandas seguirán incrementándose, y consideran que las CAC's (cláusulas de acción colectiva) no van a ser la solución.

Los autores no lo cuestionan, pero nos preguntamos ¿Qué implicancias tiene esto para los próximos canjes, es decir, qué acreedor aceptará una reducción si de no aceptarla sabe que le seguirán pagando? ¿Qué acreedor aceptará otra ley que no sea inglesa o de Estados Unidos?

3.5. Datos estilizados del accionar de los fondos buitres

Según Kupelian y Rivas, 2014 (5.24), antes de la década de 1990, las prácticas de los fondos buitres se limitaban al sector privado, porque hasta entonces, la deuda soberana era instrumentada mediante préstamos cuyos acreedores eran los bancos. Bajo este sistema era raro que hubiera demandas legales contra los estados soberanos, porque los bancos acreedores no buscaban rendimientos de corto plazo. El negocio bancario implicaba continuar haciendo negocios con los países endeudados, y en este contexto, la práctica de presionar al país mediante acciones judiciales no estaba en los planes de los banqueros, las ganancias se realizaban por otros medios, y por lo tanto recurrir a los tribunales no era necesario.

Algunos de los descubrimientos de Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34), relacionados con los fondos buitres, son que en la década de 1990 entran al mundo de los litigios judiciales de deuda soberana los fondos buitres, estos son fondos especializados en comprar deuda en dificultades. Estos fondos a menudo tienen sede en paraísos fiscales, como Liechtenstein o las Islas Vírgenes Británicas, y muchas veces actúan como vehículos temporales, es decir, se establecen exclusivamente para perseguir un caso específico.

El primer éxito de estos fondos fue el caso CIBC contra el Banco Central de Brasil; el caso fue puesto en marcha por la familia Dart que había adquirido U\$S 1,4 mil millones de deuda de Brasil a largo plazo en el mercado secundario, pero se negó a participar en el Plan Brady que cerró un acuerdo en 1992, en lugar de llegar a un acuerdo la familia Dart decidió ir a juicio. Después de un fallo favorable, Brasil acordó devolver una parte de los intereses vencidos y la familia Dart vendió toda su participación de deuda. **Este caso además jugó un papel importante para el desarrollo de la jurisprudencia, ya que debilitó la llamada defensa Champerty,** que, hasta entonces prohibía la compra de deuda con la intención principal de establecer una demanda. La cláusula Champerty podría haber socavado el modelo de negocio de los fondos buitres. Básicamente el modelo de negocio es comprar deuda en los mercados secundarios con un gran descuento y luego demandar el reembolso total. **Esto sentó las bases para la era moderna, donde los fondos buitres pueden obtener fácilmente una sentencia favorable y entonces dedican la mayor parte de sus recursos para intentar embargar activos soberanos.**

GRÁFICO V EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS BUITRE

Fase 1: Erosión de Inmunidad Soberana			Fase 2: Ingresan los Fondos Buitres			Fase 3: A la caza de activos embargables	
1976	1978	1985	1992	1995	2000	2005	2010
EEUU Acta de Inmunidad Soberana	UK Acta de Inmunidad Soberana	Allied v. Costa Rica Colapso del acta de inmunidad soberana	Weltover v. Argentina Endeudamiento soberano préstamo comercial	CIBC v. Brazil (Dart) Colapsa la cláusula Champerty, la estrategia de Fondos Buitres se vuelve viable.	Elliot v. Peru: Gana Elliot con un litigio por Parissu	El canje Argentino disparó US\$ 3,7 bn en demandas	

Fuente: Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34)

Los fondos buitres a menudo entran en escena sólo en la última etapa de un proceso de reestructuración, justo antes del acuerdo final que se alcanza con los bancos o los tenedores de bonos. Esto implica que **la participación de fondos buitres (que compran deuda en dificultad) puede alterar la configuración de la negociación y perturbar el cierre del acuerdo**, incluso si estos retrasos no son explícitamente buscados por los fondos buitres.

De hecho, mantener los litigios abiertos puede causar retrasos (no intencionales) por una variedad de razones; primero, cuando los gobiernos se niegan a seguir negociando mientras que existan acreedores que estén litigando o amenacen con iniciar acciones legales. Segundo, cuando no se alcanzan los porcentajes mínimos de aceptación porque demasiados *holdouts* deciden quedarse con los títulos, iniciar una demanda y no ingresar al canje. Las pérdidas de eficiencia resultantes de estos retrasos pueden ser costosas tanto para el gobierno como para la mayoría de los acreedores.

Los escritores identificaron un **número creciente de intentos de embargos**. La participación de los litigios judiciales con intentos de embargar bienes aumentó desde menos del 20% a principios de 1990 a casi el 50% en los últimos años. Como se esperaba, los fondos buitres son mucho más propensos a iniciar pedidos de embargos; en particular, el 56% de los casos que tienen como acreedor un fondo buitres involucran al menos un intento de embargar activos, en comparación con sólo el 21% de los casos dirigidos por otros acreedores.

Las demandas sobre deuda soberana han aumentado significativamente en el período que duran, debido al ingreso de los fondos buitres al mercado de la deuda soberana. Durante la década de 1990 la duración media de cada caso fue de 4,8 años, pero esta cifra aumentó hasta 6,2 años durante la década del 2000. Una forma más sistemática para evaluar la duración de los juicios a través de los casos es estimar una función de supervivencia empírica, es decir, los resultados muestran que las demandas que involucran fondos buitres son particularmente prolongadas; después de 5 años la probabilidad de supervivencia del caso está todavía por encima del 75%, en comparación con menos del 50% para los demás acreedores. Incluso, después de 10 años, los fondos buitres siguen litigando con una probabilidad de más del 50%.

En cuanto al tipo de país, América Latina y África fueron los más afectados; América Latina tuvo 79 demandas, sobre un total de 120 casos estudiados, y África, 27 demandas.

La mayoría de las demandas se han dirigido contra **países de ingresos medios** en el mundo de los mercados emergentes (casi el 30% de todas las demandas).

En cuanto a las características de los acreedores, los datos muestran que los fondos buitres son el tipo de acreedor que más inicia demandas. De los 120 casos, 63 fueron dirigidos por estos fondos, 30 fueron liderados por bancos y el resto por otros acreedores comerciales, tales como proveedores o compañías de seguro. **Desde el año 2000, el 75% de todos los casos fueron iniciados por fondos buitres.** La mayoría de estos fondos buitres no se conocen bien, porque los acreedores conocidos, como Elliott o la familia Dart, demandan a través de una de sus filiales en paraísos fiscales, como Kensington International, NML Capital CIBC o EM Ltd. De hecho la falta de transparencia es un rasgo característico de estos fondos.

El volumen reclamado en el litigio no es alto en comparación con el volumen reestructurado, pero aumentó fuertemente. La demanda promedio fue de U\$S 60 millones, con una mediana de U\$S 10 millones. Esto se compara con un volumen de reestructuración promedio de U\$S 6,5 millones, con una mediana de U\$S 1,1 millones. Por lo tanto, en promedio, las demandas de litigio corresponden al 3,1% de la deuda total reestructurada (con una mediana del 1,1%), o el 0,8% del PBI del país deudor. Curiosamente, **las cantidades dentro de un litigio judicial muestran una notable tendencia al alza, desde 2,5% de la deuda reestructurada en los años 1990, al 4% en el 2000** (este último corresponde a un 1,5% del PBI).

Detallamos a continuación algunos ejemplos de casos de estudio de litigios exitosos y no exitosos desde el punto de vista del acreedor. Sin embargo los autores aclaran que la mayoría se basa en rumores y notas de prensa, porque los acuerdos no se hicieron públicos, y que son poco representativos porque abarcan una pequeña cantidad de las 120 demandas que relevamos en su *paper* (detallado en la sección anterior).

Ejemplos de litigios exitosos para los acreedores:

En 1996, Elliott compró U\$S 28,8 millones de deuda de Panamá por U\$S 17,6 millones y los demandó en New York (96 Civ. 7917, 07 de agosto de 1998). El juicio final fue por un monto de U\$S 26,3 millones (todo el capital menos los pagos ya realizados), que fue pagado al 100% (96 Civ. 5514, Pacer History). Esto implicó una ganancia bruta del 60% de la inversión.

En los primeros meses de 1996, Elliott compró deuda del Perú por un valor nominal de U\$S 20,7 millones por un monto de U\$S 11,3 millones (96 Civ. 7917, 07 de agosto de 1998). El juicio final fue por un monto de U\$S 56,3 millones (96 Civ. 7917, 09 de septiembre de 2000). Frente a los embargos inminentes, Perú acordó el pago de todo el monto reclamado (Sturzenegger and Zettermeyer, 2006), que implicó una ganancia bruta del 400% para Elliott.

En 1996, Abbots Ford Investment compró U\$S 1,5 millones de deuda en default de Vietnam, que se negociaba a 60-75 centavos por dólar. Vietnam acordó fuera de la corte pagar 100 centavos por cada dólar (Dow Jones News wires, 12 de abril de 1996). Esta transacción generó una ganancia bruta de entre 33% y 40%.

Durante la década del 90, Kensington compró U\$S 13,5 millones de préstamos en default de la República del Congo. Luego de múltiples demandas para obtener el pago, Kensington presentó una demanda en Inglaterra en octubre de 2002 y obtuvo un fallo a favor por más de U\$S 56 millones (03 Civ. 4578 29 de marzo de 2007). El caso continuó en los Estados Unidos y en febrero 2008 Kensington informó que el juicio fue pagado en su totalidad (03 Civ. 4578, Pacer History).

Durante el año 2000, Cardinal Financial Investment Corporation compró notas de Yemen con un valor nominal de U\$S 8,2 millones en el Mercado secundario, donde cotizaban a 12 centavos por dólar (EWCA, Case No: A3/2000/0433). En 2001 Cardinal inició un juicio, y habría obtenido una ganancia bruta del 270% (sources: Singh, 2003; Alfaro, 2007; Gueye et al., 2007).

En 2001, FG Hemisphere realizó una demanda a la República del Congo, el monto original era U\$S 35,9 millones (IMF 2006). En 2002 FG ganó el juicio, pero por U\$S 151,9 millones (01 Civ. 8700, Pacer History). En Abril de 2007 FG informó que habían cobrado el 100% (01 Civ. 8700, 12 de abril de 2007).

Ejemplos de litigios que no fueron exitosos para los acreedores:

En 1986, LNC Investment compró un préstamo bancario a Nicaragua con un valor nominal de U\$S 26,3 millones a un precio de mercado de U\$S 1,1 millones (96 Civ. 6360, 19 de febrero de 1999). LNC inició juicio en 1996 y obtuvo un fallo favorable por U\$S 86,9 millones en 1999 (96 Civ. 6360, Pacer History). Diez años después, el caso fue cerrado con una condonación de deuda (IMF 2008) (96 Civ. 6360, Pacer History). Se puede asumir que LNC recibió los mismos términos que el resto de los acreedores, es decir, una recompra por 4,5 centavos por dólar. Esto implicó una modesta ganancia de 7%, luego de litigar 20 años.

En los primeros meses del año 2000, SIFIDA y FH International compraron deuda de Liberia con un valor nominal original de U\$S 6,5 millones (BBC, 26 de noviembre de 2009). El acreedor realizó una demanda en las cortes de New York en 2002 y ganó una instancia del juicio por U\$S 18,4 millones (2 Civ. 1246, Pacer History). Luego de múltiples cambios de manos de la demanda, Hamsah Investmenty Wall Capital continuaron el caso, con un acuerdo en diciembre de 2010 (02 Civ. 1246, Pacer History). La prensa informó que el acuerdo final no tendría mejores términos que los conseguidos por el resto de los acreedores, a los cuales el FMI, a través del programa de recompras a países pobres muy endeudados (HIPC buy back), pagó sólo el 3% del valor nominal original, después de 8 años de litigar (BBC, 23 de noviembre de 2010).

Luego del default argentino de 2001, Vegas Game, una corporación italiana, compró deuda argentina por U\$S 2,4 millones por 31 centavos por dólar (06 Civ. 13084, 09 de noviembre de 2006; Bloomberg). Luego de la reestructuración en 2005, Vegas, unido con un gran número de acreedores, inició acciones legales. Pero luego de tres años de inútiles demandas, Vegas abandonó el caso incluso antes de que Argentina decidiera reabrir la reestructuración en los términos originales en 2010 (06 Civ. 13084, 21 de enero de 2009).

Respecto al accionar de estos fondos buitres, cabe destacar que muchos de los países que tuvieron problemas con los fondos buitres fueron los "países pobres muy endeudados" (HIPC). En la década de 1990, compraron deuda en *default* de Zambia, Camerún, la República Democrática del Congo, Nicaragua y Etiopía, entre otros. En estos casos, se especuló sobre la ayuda financiera y la política de reducción de deuda, en el marco del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Los fondos buitres esperaron la puesta en marcha de planes de socorro y luego realizaron reclamos en los tribunales europeos y de USA exigiendo pagos multimillonarios y obteniendo sentencias favorables. En muchas ocasiones el dinero destinado a la reducción de la pobreza terminó en manos de los fondos buitres. Sin embargo, los dos primeros casos explicados arriba, muestran porqué los fondos buitres podrían tener mayor cantidad de demandas a los países con ingresos medios, y no a los más pobres; básicamente, porque obtienen mayores ganancias.

Analizamos un caso en detalle, por el grado de información publicado en la Secretaría de Finanzas del país; nos referimos al Caso de Perú (6.5) (Plan Brady). En agosto de 1995 se disolvió la firma Walter Street y Newman. Uno de sus asociados se presentó en Elliott con el fin de participar en el negocio de la deuda terciarista.

En octubre de 1995 Newman fue contratado como asesor de Elliott. Newman presenta a Strauss (otro socio de Walter Street) a Singer, quien contrata a Strauss como apoderado judicial en el juicio que luego empezarían contra Perú y otro juicio contra Panamá.

Según declaraciones de Paul Singer, presidente de Elliott: "El Perú... nos pagaría el íntegro de la deuda o sería enjuiciado".

Newman y Strauss estuvieron asociados a Walter Street, y para 1996 ya habían iniciado seis juicios contra estados soberanos solamente en el juzgado de NY de la zona sur.

Entre enero y marzo de 1996, Elliott Associates LLP (Elliott) adquirió deuda externa peruana por un monto nominal de alrededor de U\$S 20 millones (U\$S13,7 millones del Banco Popular del Perú y U\$S 7 millones del Banco de la Nación), pagando la suma total de U\$S 11,4 millones.

En junio de 1996 se distribuyó la propuesta del Plan Brady entre los acreedores, y estaba previsto que se firmara el acuerdo en noviembre de 1996.

Elliott se niega a participar del Plan e interpone una acción judicial en las cortes de NY solicitando el embargo preventivo del monto reclamado. Si bien se lo niegan, continúa el juicio.

Perú finalmente cierra el Plan Brady en marzo de 1997 para la mayoría de los acreedores.

La firma de abogados que defendió a Perú fue Baker Hostetler, cuyo abogado principal era Mark Cymrot.

En agosto de 1998 el juez en primera instancia le da la razón al Perú, estableciendo que Elliott había comprado la deuda peruana con la sola intención y el propósito de iniciar un procedimiento judicial, lo que bajo la ley de NY se conocía como “Champerty” (sección 489 de la Ley del Poder Judicial de NY).

Elliott apela la sentencia e inició acciones destinadas a lograr que se modifique retroactivamente la figura “Champerty”. Con el apoyo de distintas organizaciones y países se logró impedir la aprobación de esta enmienda.

El 20 de octubre de 1999 la corte de apelaciones revoca el fallo de primera instancia y le da la razón a Elliott. El motivo para revocar el fallo según los jueces de segunda instancia es que el derecho casuístico demuestra que la sección 489 no impide que se obtenga un desagravio en litigios como el interpuesto por Elliott, en los que se procura el cobro de deudas legítimas y los que son interpuestos sólo en ausencia de cumplimiento.

A partir de noviembre de 1999 el Perú intentó revertir la decisión de la corte de apelaciones.

El 2 de noviembre de 1999, a pedido de Elliott, la corte de distrito dictó una orden de embargo preventivo contra la propiedad de Perú y el Banco de la Nación ubicado en NY y una orden de restricción que impedía la transferencia de fondos.

En septiembre del 2000 el juez determinó el monto de la sentencia (incluyendo intereses compuestos) de U\$S 66,47 millones (U\$S 57,4 millones de la sentencia actualizada y U\$S 9 millones de gastos legales).

En septiembre del 2000 Elliott obtuvo una resolución de la corte distrital que ordenó el embargo de los montos a depositarse en el banco Chase Manhattan Bank de NY, destinados al pago de los tenedores de bonos Brady. Además Elliott obtuvo una orden restrictiva contra el Chase Manhattan Bank de NY (Agente Fiscal), contra las tres *clearing houses* (instituciones que realizan los pagos): Depositary Trust Company en NY, Euroclear en Bruselas (cuyo operador era Morgan Guaranty Trust Company of NY), y Clearstream en Luxemburgo y contra el Depositary Trust Company y el Bank of NY.

Según el abogado Cymrot, se podía apelar a la Suprema Corte, pero eran bajas las probabilidades de que acepte el caso y que lo revierta porque no contenía materia constitucional.

Ante la amenaza de que se caiga la reestructuración, Perú decidió llegar a un acuerdo con Elliott; le pagó U\$S 58,45 millones, lo que implica un descuento del 12,1% sobre la sentencia. La ganancia bruta del caso fue 413% y la ganancia anualizada, de 42,4%.

El reclamo de Elliott implicaba el incumplimiento del contrato bancario que compró por parte del Banco Nacional y el Estado de Perú (garante del Banco Popular del Perú) y el reconocimiento de intereses compuestos.

En el caso del Perú, Argentina y otros países la designación de una institución específica por la cual se deben pagar los bonos-en el caso del Perú, el Chase Manhattan Bank- es sinónimo de incumplimiento en el contrato de los bonos reestructurados y obliga al país a llegar a un acuerdo con estos fondos buitres o caer en *default*.

3.6. Solución propuesta por el FMI a los problemas de acción colectiva en 2002

Antes de introducirnos al *paper* de Anne Krueger (5.23), revisaremos un *paper* de 2001, que realizaron Rogoff y Zettelmeyer, 2002 (5.30) sobre la historia de la evolución de ideas respecto a los procesos de *default* de estados soberanos desde 1976 hasta el *paper* de Krueger. En el *paper* de Rogoff se describen las ineficiencias percibidas que motivan la propuesta de Krueger, y buscan propuestas para cambiar los incentivos de deudores y acreedores.

En los 80 hubo una serie de *default* de países en desarrollo en Latinoamérica. En 1979 hubo una reunión de 77 países en la UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development o Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo); en dicha reunión los países acordaron la necesidad de crear una Comisión de Deuda Internacional, que tuviera tres roles. El primero, examinar el endeudamiento del país que solicitara su consejo. El segundo, aconsejar un camino a seguir para mejorar la estructura de la deuda, incluyendo ayuda para conseguir nuevo financiamiento de organismos internacionales (6.6) y bilaterales (6.7). Y el tercero, organizar reuniones con todas las partes interesadas para implementar el camino a seguir. Esta comisión nunca se llevó a la práctica, y solo intentaba facilitar la reestructuración con acreedores bilaterales (Club de París), pero no profundizaba sobre las ineficiencias del sistema en sí.

Luego vino el *paper* de Oechsli 1981 (5.28), en el cuál afirmaba que muchos de los conceptos que se encuentran en la ley de quiebras de privados (*Chapter 11 of the Bankruptcy Reform Act of 1978*), podían ser aplicados a las quiebras de los países latinos de los 80. Oechsli pensaba en tres partes para la negociación: un comité de acreedores, un examinador independiente (que podía ser el FMI) sin quitarle el centro al deudor y un procedimiento formal.

Oechsli indica que las reestructuraciones de deuda tienen diversos problemas, porque las negociaciones tardan demasiado y sus efectos son inciertos, el deudor se deteriora y tarda el proceso de rehabilitar al país para que vuelva a funcionar normalmente. Para el autor estos problemas se deben a la falta de un procedimiento para reestructurar deudas y por la falta de coordinación entre acreedores. En su *paper* omite hablar de los problemas de *free riding* y de *moral hazard*.

El *paper* de Sach, 1984 (5.31), explica los problemas de acción colectiva y la necesidad de un procedimiento para reestructurar deudas soberanas en forma centralizada. Detalla el caso de Allied Bank International versus Banco Crédito Agrícola de Catargo. En 1981 Costa Rica suspendió el pago a 39 bancos, por préstamos sindicados. Luego se reestructuraron todos estos préstamos, pero uno, Fidelity Union Trust of New Jersey, presentó una demanda a través del Allied Bank. En 1984 una corte de apelaciones confirma un fallo inferior a favor de tres bancos de Costa Rica que habían actuado en nombre de ese país, diciendo que la prohibición de Costa Rica de

pagar su deuda es análoga a la situación de una empresa privada que va a la quiebra, porque Costa Rica no repudió su deuda, sino que aplazó sus pagos, para buscar una reestructuración. Sin embargo, un año después, la misma corte cambió su visión diciendo que la forma unilateral en la cual el Gobierno de Costa Rica repudió su deuda no es consistente con el ordenado marco internacional de reestructuraciones de deuda soberana.

Este fallo dejó en claro que en EUA el Capítulo 11 de quiebras privadas no se aplica a deudas soberanas. Sachs decía que los acreedores tienen un incentivo a demandar a los gobiernos, incluso si el daño en el desempeño económico del país que les pueden ocasionar es mucho mayor al beneficio que obtendrían todos los acreedores reunidos. Prevenir esa destrucción para liquidar activos es una de las finalidades de la ley de quiebras de privados, que restringe la posibilidad de que un acreedor actúe en contra de los intereses del grupo de acreedores. Este resguardo es algo a lo que los soberanos no pueden acceder. Este caso ilustra la tensión entre resolver los problemas de acción colectiva y mantener los derechos de los acreedores.

En los 80 se descubrió que altos niveles de endeudamiento traían problemas para el crecimiento económico de los países, porque el alto nivel de los servicios de la deuda dejaba menores montos para dedicarlos a la inversión. Llevado al extremo, este argumento implica que la condonación de una parte de la deuda no solo beneficia a los deudores, sino también a los acreedores. Este argumento fue tomado para justificar la reducción de deuda basada en esquemas de mercado, por ejemplo, las recompras de deuda a bajos precios, los canjes de préstamos bancarios por otros en moneda local que tienen que ser invertidos en acciones locales (*debt-equity swap*) o canjear préstamos por bonos con descuento y menor tasa de interés. Estos esquemas de mercado fueron criticados por beneficiar más a los acreedores que a los deudores.

Adicionalmente, los esquemas de mercado tienen los mismos problemas de *free rider* que la condonación de una deuda en forma unilateral o negociaciones con acreedores no coordinados; es decir, aumenta la probabilidad de cobrar más a los *holdouts* que deciden no participar de la oferta.

Hay consenso de que los costos del default no son solo reputacionales; uno de los problemas es que un grupo pequeño de acreedores puede arruinar las negociaciones para resolver un *default*.

Desde 1970 hasta 1995 el énfasis en los problemas eran las ineficiencias desde el lado de los acreedores. Oechsli, 1981 (5.28), ponía el acento en la coordinación entre el sector público y privado. La mayoría de los escritores ponían el acento en el comportamiento *free riding* de los acreedores privados. Desde el lado legal, veían una tendencia a realizar demandas que imposibilitaba una ordenada negociación. Desde el lado económico, se preocupaban de la falta de financiamiento hacia los países que entraban en default y los comportamientos *free riding* que demoran o impiden una reestructuración exitosa.

A partir de 1995, Sach, 1984 (5.31), comienza a distinguir entre dos problemas de acción colectiva, cuando estos generan una crisis versus cuando estos generan un obstáculo para una solución eficiente. A partir de aquí un mecanismo de bancarrota para países se empezó a proponer como una solución para ambos problemas.

Los problemas de acción colectiva tuvieron diferentes propuestas de solución que buscan cambiar los incentivos de los acreedores. Por un lado, hay una gran línea que busca determinar cuál debería ser la propuesta reglamentaria (o legal). Esta visión busca cambiar la legislación nacional e internacional para crear reglas o instituciones bajo las cuales un acuerdo de la mayoría de los acreedores se le pueda imponer a la minoría. Donde se privilegie a aquellos que traigan nuevo financiamiento y se les otorgue una protección a los países sobre demandas, en la medida que estén negociando. En esta rama de pensamiento, la principal solución es la idea de un enfoque contractual (*contractual approach*), que implica analizar la forma en la que los contratos entre deudores y acreedores fueron escritos. Estos autores proponen lidiar con el problema de los *holdouts* con cláusulas que, mediante una mayoría, haga el acuerdo extensivo al total de los *holdouts*.

Ahora bien, el enfoque contractual difiere de la propuesta reglamentaria en que busca resolver únicamente el problema de los *holdouts*, mientras que la propuesta reglamentaria busca encarar un conjunto de problemas más amplio. Adicionalmente, la propuesta reglamentaria implica hacer cambios en las leyes; en cambio, el enfoque contractual no.

Los incentivos incorrectos hacia los deudores pueden ser un motivo de demoras e ineficiencias en las reestructuraciones de deuda, como consecuencia de un comportamiento estratégico, o por problemas de acción colectiva del deudor o por problemas económicos y políticos. La propuesta de algunos autores de blindar a un país de demandas mientras que negocia con los acreedores ¿podría volverse en un abuso por parte del deudor? La respuesta reglamentaria genera incentivos para que los deudores negocien de buena fe, porque los reglamenta. Otra alternativa es que si el soberano no actúa de buena fe el acuerdo se caiga o anule. Esto es lo que Macmillan, 1995 (5.26), denomina *moral hazard* de parte de los deudores.

Los autores indican que los incentivos de los deudores son, en general, positivos. En primer lugar, los incentivos previos al *default* en cuanto a ser laxos con la política fiscal o el sobre endeudamiento y no hacer todo lo necesario para evitar un *default*, son bajos, ya que siempre los *defaults* tienen un alto costo para el país.

En segundo lugar asumen que si se reducen los costos de declarar el *default*, porque se implementa alguna solución, si bien esto podría hacer que haya más cantidad de *defaults*, esto podría ser eficiente porque habría más reestructuraciones y menos mega crisis.

En tercer lugar, si aumentan las cantidades de reestructuraciones, los costos de endeudarse subirán, lo cual es un incentivo para que los países no ingresen a un *default* si no es realmente necesario.

Por último, incluso si sube el costo de endeudamiento y bajan la cantidad de capitales disponibles, esto podría ser bueno, en cuanto el país contaría con capitales más estables, y menos especulativos.

Respecto a Krueger, 2002 (5.23), es importante destacar que escribió este *paper* trabajando en el FMI (Fondo Monetario Internacional), y por lo tanto tuvo

incentivos para darle al FMI un papel preponderante en su propuesta, que de haber sido independiente no creemos que lo hubiera tenido.

Ahora sí, resumimos lo que consideramos más destacado del *paper* de Krueger.

La ausencia de incentivos adecuados que aseguren una reestructuración ordenada y breve, cuando se trata de deuda insostenible, es una importante desventaja del sistema financiero internacional. Hay consenso en que el proceso actual de reestructuración de deuda soberana es más prolongado, más impredecible y más dañino para el país y sus acreedores de lo que sería deseable.

Este *paper* busca un mecanismo de reestructuración de deuda soberana (SDRM *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*) según el cual se facilite una ordenada, previsible y rápida reestructuración de deuda (cuando la deuda sea insostenible), que al mismo tiempo proteja el valor de los activos y los derechos de los acreedores, pero que también brinde un camino para que el deudor vuelva a ser viable y pueda crecer. Este mecanismo podría ayudar a reducir los costos de la reestructuración para los deudores y acreedores.

El mecanismo debería crear incentivos para que un deudor que tiene una deuda insostenible pueda llegar a un acuerdo con sus acreedores rápidamente, idealmente antes de suspender pagos. Es decir, cuando no existe un paquete de medidas económicas que puedan devolver al país a un sendero de crecimiento sin una quita en el valor presente de su deuda pública, entonces, no es positivo para nadie (deudor ni acreedor) demorar esta reestructuración. Pero, al mismo tiempo, debería crear incentivos para evitar que países que tienen una deuda sustentable suspendan sus pagos. Una reestructuración no debe ser la primera política a llevar a cabo, deberían primero intentarse los ajustes necesarios.

Las dificultades que traen los problemas de acción colectiva es uno de los motivos por los cuales los países demoran el anuncio de una reestructuración. Pero existen otros, tanto o más poderosos, es decir, la crisis económica, los problemas políticos y la pérdida de acceso al mercado de capitales en el largo plazo hacen a los países demorar la declaración de un *default*. Por lo tanto, es improbable que aliviando los problemas de acción colectiva aumente el riesgo moral de que existan países que sin necesitarlo declaren el *default*.

Una reestructuración debería ser solicitada por el país y no impuesta por el FMI (Fondo Monetario Internacional). Y en el caso de que el deudor y los acreedores tuvieran la capacidad de llegar a un acuerdo, no necesitarían la intervención ni la aprobación del FMI. El SDRM (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*), o Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana, no sería para países que puedan canjear sus títulos en el mercado de forma libre y normal. El SDRM debe tener dos objetivos para ser exitoso: el primero, crear incentivos para que los deudores (con deuda insostenible) resuelvan sus problemas rápidamente de manera de preservar el valor de los activos y que retornen a la sustentabilidad de su deuda y al crecimiento, creando incentivos para evitar el uso incorrecto del SDRM. Luego designar un mecanismo que, una vez activado, cree incentivos para que deudores y acreedores quieran llegar a un acuerdo rápido, consistente con una deuda sostenible y un país que pueda crecer.

Los beneficios del SDRM serían para los deudores, que podrían reestructurar sus deudas antes de llegar a una crisis que implique una fuerte pérdida de reservas internacionales, y problemas económicos severos. Y para los acreedores, que se les asegure que evitarán los problemas de acción colectiva que impiden una rápida reestructuración. Además tienen una protección porque el SDRM evita que los deudores traten de reducir el valor de los activos (que son sus deudas), y vuelve predecible la reestructuración, ayudando a saber cuándo se reestructurará y cuál será el valor de recupero de sus activos. Todo esto haría el mercado de deuda soberana más atractivo, incrementaría la eficiencia del mercado de capitales internacional, mejorando el flujo de capitales.

Existen grupos de *free riders* cuya esperanza es permanecer sin aceptar un canje hasta lo último para recibir el valor original sin quitas. Adicionalmente, existen los problemas de los derivados CDS (*Credit Default Swaps*) o seguros contra *default*, que generan incentivos para que los acreedores no acepten una reestructuración previa al *default*, para cobrar estos seguros y recién ahí quieran hablar de una reestructuración. Las dificultades para reestructurar la deuda antes de un *default* pueden minar la confianza en el sistema financiero nacional (en la medida en que los bancos nacionales tienen participaciones significativas de títulos públicos) y esto podría desencadenar una fuga de depósitos inmanejable.

Aún si no se consigue una reestructuración previa a un *default*, los acreedores, debido a los problemas de acción colectiva, pueden buscar una oferta mejor (en términos de valor presente) por medio de demandas judiciales. Hasta la fecha (2001) las demandas contra un soberano han sido pocas y no hay pruebas suficientes para sugerir que la perspectiva de dicha demanda invariablemente socave la capacidad de llegar a un acuerdo con la mayoría de sus acreedores. Esto es porque las demandas no son una opción atractiva para muchos acreedores, son costosas, pueden dañar la reputación del acreedor. Por otro lado, los *holdouts* de una reestructuración se enfrentan a una incertidumbre significativa sobre si el deudor estaría dispuesto a hacer una oferta más atractiva para los que no ingresen a la oferta originaria. Sin embargo, la evolución de las estrategias legales ha aumentado la incertidumbre sobre las reestructuraciones *post default*. Por ejemplo, la reciente demanda contra Perú, según la cual un grupo de fondos buitres lograron cobrar el total de la deuda bloqueando la reestructuración de aquellos que aceptaron la quita, genera incertidumbres para los futuros acreedores que acepten una reestructuración (*holdins*).

Características principales del SDRM

¿Qué características tendría que tener un marco jurídico, para generar los incentivos adecuados para que deudores y acreedores, acuerden una reestructuración rápida, ordenada y predecible, cuando la deuda es insostenible?

Aunque las leyes de quiebra o insolvencia de las empresas varían entre países, las siguientes características proporcionan los principales incentivos para la reestructuración de las empresas:

En primer lugar, tras la apertura de un procedimiento de reorganización, se impone una medida de no innovar (*stay*) sobre los pedidos de embargo y otras

acciones legales de los acreedores, protegiendo de esta manera al deudor. Esta medida, además, funciona para limitar los problemas de acción colectiva entre acreedores; es decir, si no estuviera esta medida los acreedores se apurarían a presentar sus reclamos, llevándose parte de los activos, bajando el valor total del activo por el que pelean (la empresa).

En segundo lugar, durante el procedimiento, se imponen restricciones legales sobre las actividades del deudor, el cual debe presentar un plan de reorganización dentro de un tiempo específico. Como medio de asegurar que los intereses de los acreedores están protegidos durante el proceso, el deudor no podrá transferir activos de nombre o hacer pagos a acreedores privilegiados. Para garantizar que se cumplan estos requerimientos, muchas veces se designa un administrador del tribunal para supervisar al deudor durante este período.

En tercer lugar, para fomentar la obtención de nuevo financiamiento para la empresa, se le asigna al nuevo acreedor una importancia mayor que al resto; normalmente, un acreedor que provee financiamiento durante el procedimiento de quiebra tendrá derecho a cobrar primero, cuando el plan de reorganización es aprobado.

En cuarto lugar, el plan de reestructuración de la deuda aprobado por la mayoría requerida se impone a la totalidad de los acreedores.

La aplicabilidad del modelo corporativo (ley de quiebras o insolvencia) al contexto soberano está limitada en un número de aspectos:

En primer lugar, la reestructuración de los pasivos de una empresa tiene como límite potencial la liquidación de los activos del deudor, es decir si no se llega a un acuerdo, se liquidan los activos y se reparten entre los acreedores. Adicionalmente, el valor de los activos a liquidar limita los términos de cualquier propuesta de reestructuración. Esto no aplica cuando el acreedor es un Estado soberano.

En segundo lugar, una forma de maximizar el valor de los pasivos, para los acreedores, es adquirir la empresa a través de un canje de deuda por acciones. Esto tampoco aplica para la reestructuración de un soberano.

Por último, es difícil imaginar cómo las restricciones que son aplicadas a las actividades de un deudor corporativo para salvaguardar los intereses de los acreedores durante el procedimiento podrían aplicarse en un soberano, en particular con respecto al ejercicio de sus poderes como soberanos (por ejemplo, sus competencias fiscales). En el contexto soberano, debemos, por lo tanto, confiar en tener los incentivos adecuados en su lugar.

Otro modelo relevante, además del aplicado a la reestructuración de deuda corporativa, es el capítulo 9 de los EEUU del código de quiebra, que se aplica a los municipios (que llevan a cabo funciones gubernamentales). Este capítulo se diferencia del aplicado a las empresas en que por ejemplo, sólo el municipio (no sus acreedores) puede iniciar un procedimiento y proponer un plan de reestructuración de pasivos. Además, el tribunal de quiebras no puede interferir con las políticas del municipio (la propiedad o los ingresos o el uso de la municipalidad o disfrute de cualquier propiedad que genere ingresos). Por último, un municipio no se puede

liquidar. Hay, sin embargo, diferencias importantes entre un municipio y un Estado soberano. A diferencia de un Estado soberano, un municipio no es independiente.

Aunque la aplicabilidad de los modelos anteriores al soberano es necesariamente limitado, cierto número de características, debidamente adaptadas, proporcionan una orientación útil cuando se con templa el diseño de un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana. Teniendo en cuenta el objetivo del mecanismo de proporcionar un marco para la reestructuración ordenada, previsible y rápida de la deuda, de forma que preserve el valor en beneficio tanto del deudor como de sus acreedores, las principales características del mecanismo podrían ser las siguientes:

La mayoría en una reestructuración. La creación de un mecanismo que permita trasladar el voto afirmativo (sobre los términos de un acuerdo de reestructuración) de una mayoría cualificada de acreedores a la minoría disidente es el elemento más importante de cualquier nuevo marco de reestructuración. Desde la perspectiva de los acreedores, un mecanismo de estas características podría generar confianza en que ningún grupo de *free riders* (oportunistas) podría frenar una reestructuración para conseguir el pago completo, después de que un acuerdo fuera alcanzado. Para la mayoría de los acreedores, el comportamiento disruptivo de *free riders* no sólo plantea cuestiones de equidad entre acreedores, sino que reduce la capacidad del deudor para atender la nueva deuda reestructurada. Desde la perspectiva del soberano (el deudor), la solución de los problemas de acción colectiva hace más probable que sea capaz de llegar a un pronto acuerdo con los acreedores. Además, se elimina la amenaza de litigios judiciales de *holdouts* después que la reestructuración se lleve a cabo.

El requisito de la mayoría necesaria para aplicar una reestructuración a todos los acreedores forma el elemento central de las cláusulas de acción colectiva que se encuentran en algunos bonos soberanos con legislación internacional. Sin embargo, estos requerimientos aplican para los tenedores de bonos de una misma serie, no tienen ningún efecto sobre los tenedores de bonos de otras emisiones, que pueden tener diferentes jurisdicciones legales. Además, solo aplican a bonos y no tienen aplicación para créditos bancarios, créditos de organismos internacionales y deuda interna. Para hacer frente a los problemas de acción colectiva que surgen de la muy diversa comunidad de acreedores, el SDRM tendría que aplicarse a todas las formas de crédito privado que reciben los soberanos.

Esta característica de un mecanismo de reestructuración de deuda soberana sería similar a las leyes de quiebra nacionales que agregan los créditos de todos los acreedores con derecho (con independencia de la naturaleza del instrumento) para la votación de un acuerdo vinculante para todos los acreedores. Sin embargo, la agregación, no debería igualar todas las demandas; en el caso de las leyes de quiebra nacionales habría que hacer un listado con la antigüedad de cada reclamo. Lo ideal sería que se pueda votar un acuerdo de reestructuración entre el deudor y sus acreedores antes de llegar al *default*. Evitar el *default* ayudaría a minimizar los trastornos económicos en el país deudor y preservar el valor de los activos, incluyendo el valor en el mercado secundario de crédito.

La cláusula de no innovar (*stay*) que protege al acreedor de embargos. En el caso de que el acuerdo de reestructuración no se haya alcanzado

previo al *default* un *stay* temporal (*post default* y previo al acuerdo) ayuda a llevar adelante las negociaciones previas a la votación de la oferta de canje. El riesgo de litigios judiciales generalizados por parte de los acreedores, puede ser menos pronunciado en el caso de un soberano, por la escasez de activos bajo jurisdicción extranjera que podrían ser embargados. Sin embargo, existe el riesgo de que una demanda inhiba las negociaciones, esto podría suceder si la introducción de una cláusula para reestructurar deuda por mayoría implique que la única oportunidad de utilizar la demanda legal como reaseguro o presión fuera antes de que se llegue a un acuerdo. Esta es una de las razones por las cuales las cláusulas de acción colectiva en bonos soberanos internacionales contienen disposiciones que bloquean las demandas legales de las minorías, mientras la mayoría de los tenedores de bonos puedan alcanzar un acuerdo. Pero, como sucede con la mayoría de las cláusulas de reestructuración por mayoría, estas disposiciones sólo se aplican a los tenedores de bonos dentro de una misma serie.

Protección de los intereses de los acreedores. El SDRM deberá dar garantías adecuadas a los acreedores respecto a que sus intereses están siendo protegidos durante el periodo de la reestructuración. Estas garantías tienen dos elementos. En primer lugar, el deudor soberano no necesita hacer pagos a los acreedores no prioritarios, esto evita que se diluyan los recursos que podrían ser utilizados para atender los reclamos de los acreedores en general. En segundo lugar, hay que dar garantías de que el deudor llevará a cabo políticas de una manera que preserve el valor de los activos. Aquí Krueger propone al FMI como un veedor de que las políticas que podría aplicar el país serán las adecuadas. Además de la política fiscal, monetaria y del tipo de cambio, fundamentales para reanudar los pagos de deuda en un contexto sostenible, los acreedores también tienen intereses en otras políticas, incluida por ejemplo, los términos de cualquier reestructuración bancaria nacional, la continuidad de la cadena de pagos de la nación, el régimen de quiebra del país y la naturaleza de cualquier control de cambios impuesto (según las circunstancias, los acreedores del soberano pueden tener un especial interés en la aplicación efectiva de controles de capital para evitar la fuga de capitales).

Prioridad al Financiamiento. El SDRM debería ser útil para ayudar a conseguir nuevos fondos de financiamiento para el soberano (sin que esto signifique un sobre endeudamiento). Este tipo de financiación, cuando se utiliza para buenas políticas, puede ayudar a limitar el grado de crisis económica y por lo tanto ayudar a preservar la capacidad de generar los recursos necesarios para cumplir con los servicios de deuda. En cambio, en el marco legal vigente, los acreedores individuales no tienen incentivos para proporcionar nuevos fondos en tales circunstancias, porque los beneficios resultantes serían para el pago de los servicios de deuda compartidos entre todos los acreedores, sin garantizar que la nueva financiación no entraría en los términos de la reestructuración (y sufriría una quita). Un SDRM podría inducir el nuevo financiamiento, proporcionando una garantía de que cualquier financiación en apoyo del país que se encuentra reestructurando su deuda, tendrá preeminencia de cobro por sobre el resto de los acreedores.

Según el *paper* de Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34), el Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (MRDS), a raíz de la crisis de deuda europea actual, se ha reactivado.

3.6. Solución propuesta por el FMI a los problemas de acción colectiva en 2014

En un cambio de 180 grados, el FMI abandonó la propuesta del SDRM y adoptó la propuesta de las CAC's (Cláusulas de Acción Colectiva), que había sido criticada por Anne Krueger.

En el artículo del FMI, 2014 (5.17), el FMI explicaba que las deficiencias en los contratos de bonos soberanos pueden conducir a reestructuraciones de deuda desordenadas; por lo tanto, el FMI apoya las reformas a las cláusulas de acción colectiva y *pari passu*.

En circunstancias en que un soberano y sus acreedores han llegado a la conclusión de que es necesaria una reestructuración de la deuda, el marco jurídico existente puede no ser lo suficientemente robusto como para evitar que los *holdouts* socaven el proceso de reestructuración. Los acontecimientos recientes, incluyendo el litigio argentino en EUA, han puesto de relieve esta vulnerabilidad. El FMI aprobó recientemente reformas a los contratos de bonos soberanos que están diseñados para abordar estas cuestiones.

El FMI se ha embarcado en un amplio programa de reformas en el ámbito de la reestructuración de la deuda soberana. Un elemento importante de ese programa es el fortalecimiento del marco jurídico que apoya el proceso de reestructuración. Se ha acordado que la reforma en este ámbito debe basarse en el mercado y, en consecuencia, se han centrado en los posibles cambios de los contratos internacionales de bonos soberanos.

Las propuestas contenidas en el *paper* del FMI, 2014 (5.18), son coherentes con una serie de características de las cláusulas que fueron adoptadas recientemente por la Asociación Internacional de Mercado de Capitales (ICMA), que representa muchas de las principales instituciones financieras mundiales y a los emisores soberanos.

Las reformas contractuales se refieren a dos disposiciones: la primera es la cláusula de acción colectiva que permite a una mayoría calificada de acreedores tomar una decisión con respecto a los términos de la reestructuración que se vincula entonces a la minoría. La segunda es la cláusula *pari passu*, que fue utilizada por los *holdouts* para socavarla reestructuración de la deuda argentina.

La necesidad de introducir cambios en las cláusulas de acción colectiva ya existentes es porque tienen limitaciones importantes. Las cláusulas existentes generalmente requieren una votación sobre la base de los acreedores de una misma serie de bonos. Como resultado, es posible que un pequeño grupo de acreedores en disenso con la reestructuración que se vota, puedan comprar la mayoría de una serie (que puede ser por un monto menor) logrando bloquear el funcionamiento de la cláusula de acción

colectiva, y por lo tanto, la reestructuración de esa serie. Esto también podría reducir la voluntad de otros acreedores para aceptar la reestructuración.

La reforma propuesta, ya adoptada por ICMA, introduce un nuevo procedimiento de votación que permite que las votaciones se tomen por la mayoría de los acreedores de todas las series de bonos, sin la necesidad de alcanzar la mayoría serie por serie. Esto limita la capacidad de bloquear la reestructuración a aquellos acreedores que no estén de acuerdo.

Respecto a la cláusula *pari passu*, la principal motivación para la reforma de esta disposición es el litigio relacionado con Argentina. En ese caso, la cláusula *pari passu* fue interpretada por los tribunales de Nueva York como la exigencia de proporcionalidad o de pago prorrateado para todos los acreedores. Por esta lectura el juez le impidió a Argentina, en su función de administrador fiduciario y en otras funciones dentro de la cadena de pagos, hacer cualquier pago a los tenedores de bonos que aceptaron la reestructuración (*holdinns*) a menos que también le hiciera el pago a los que no aceptaron la reestructuración (*holdouts*). La preocupación es que este caso puede tener implicancias sistémicas, ya que mejora las posibilidades de cobrar en el futuro a aquellos que mantienen la estrategia de no aceptar la reestructuración (*holdouts*).

La reforma sobre la cláusula *pari passu* implica introducir una aclaración respecto a que la cláusula *pari passu* no requiere el pago a prorrata de todos los acreedores, sino, más bien, sólo el mismo estatus legal. En otras palabras, la nueva cláusula solo asegura que no existen unos acreedores con primacía para cobrar sobre otros.

Sin embargo, existe un importante volumen de bonos en circulación que no contiene estos cambios en las cláusulas, y que no vencen hasta dentro de muchos años. El FMI consultó si los emisores soberanos estarían dispuestos a realizar operaciones de manejo de pasivos para intercambiar sus bonos existentes por nuevos bonos con cambios en las cláusulas problemáticas, pero respondieron que por ahora no. El FMI cree que esto puede cambiar si el litigio argentino comienza a tener un impacto más amplio en el sistema.

4. CONCLUSIONES

Las conclusiones de este trabajo son que la mayor parte de la deuda de emergentes con legislación extranjera tienen legislación NY o UK (desde que comenzaron las emisiones de bonos emergentes en el mercado internacional hasta marzo de 2009 hubo 631 emisiones de países emergentes, de las cuales el 69 % tuvieron legislación NY y el 22%, legislación inglesa).

Las demandas a países que reestructuran sus deudas aumentó desde el 10% hasta más del 40% (mientras en los 80 solo el 10% de los países tenían demandas cuando reestructuraban sus deudas, en los últimos años las demandas aumentaron a más del 40% de los casos), y del total de demandas más del 75% fueron realizadas por fondos buitres. Estos son más propensos a realizar intentos de embargar bienes y en promedio los fondos buitres mantienen por más tiempo los litigios.

Los fondos buitres tienen un modelo de negocios que implica comprar con un gran descuento y litigar en cortes (nunca aceptan una reestructuración con quita).

La solución de Anne Krueger¹, de realizar una ley internacional de quiebras, nos parece la mejor a nivel teórico, pero impracticable a nivel real. Primero porque no existen leyes internacionales, y segundo porque ninguno de los grandes centros financieros van a abandonar los ingresos que les generan los bonos emergentes. Un ejemplo claro de estos puntos lo ofreció la votación en la ONU sobre los procesos de reestructuración de la deuda soberana: los seis países que votaron en contra fueron Estados Unidos, Israel, Canadá, Japón, Alemania e Inglaterra (vale aclarar que 136 países votaron a favor) (6.18).

La solución del FMI de reformular las cláusulas continuamente lo único que hace es llegar tarde a la capacidad de encontrar vacíos legales de parte de los fondos buitres; de hecho aún con las CAC no hay certeza de no tener conflictos con fondos buitres o *holdouts* que puedan bloquear el pago de los *holdins*.

Por ejemplo, el paper Schumacher, Trebesch y Enderlein, 2014 (5.34), explica que luego de la reestructuración de la deuda griega de 2012, Grecia siguió pagando a los acreedores no aceptantes (*holdouts*) con ley inglesa el total, es decir, el 100% del valor nominal, pese a que los bonos con legislación UK tienen CAC desde hace un siglo. Esto se debe a las preocupaciones sobre posibles litigios en el Reino Unido.

Los autores también indican que creen que las demandas seguirán incrementándose, y consideran que las CAC (cláusulas de acción colectiva) no van a ser la solución. Los autores no lo cuestionan, pero nos preguntamos ¿Qué implicancias tiene esto para los próximos canjes, es decir, qué acreedor aceptará una quita si de no aceptarla sabe que le seguirán pagando? ¿Qué acreedor aceptará otra ley que no sea inglesa o de Estados Unidos?

Por otro lado, Krueger, 2002 (5.23), explicaba que el requisito de la mayoría necesaria para aplicar una reestructuración a todos los acreedores forma el elemento central de las cláusulas de acción colectiva que se encuentran en algunos bonos soberanos con legislación internacional. Sin embargo, solo aplican a bonos, no

¹<http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>

tienen aplicación para créditos bancarios, créditos de organismos internacionales y deuda interna. Para hacer frente a los problemas de acción colectiva que surgen de la muy diversa comunidad de acreedores, el SDRM tendría que aplicar a todas las formas de crédito privado que reciben los soberanos.

Por lo tanto, nuestra conclusión es que el FMI y los países que tienen un gran ingreso por ser plazas financieras de bonos emergentes (EUA y UK) no tienen incentivos para mejorar el sistema de reestructuración soberana y, por el contrario, van a seguir manteniendo el modelo de negocio de los fondos buitres.

Por lo tanto, ya que no vamos a poder cambiar el funcionamiento financiero internacional, proponemos cambiar nuestra mirada sobre la deuda pública, enviando un proyecto de ley que contenga los siguientes puntos:

- I. Que se prohíba emitir deuda en moneda extranjera para mantener atrasado el tipo de cambio. Esto sucedió en el período 1998-2001 (deuda en NY) y en el presente año con el *swap* chino. Estos períodos implican tomar una gran cantidad de deuda en moneda y legislación extranjeras para evitar lo inevitable, una devaluación (esto se explica en el caso argentino, sección 3.5.). Creemos que la deuda en moneda extranjera debe ser únicamente tomada para inversiones en infraestructura que contengan bienes y servicios que deban ser importados porque no se produzcan en el país; evitar sobre endeudarnos es el primer paso para defendernos de los fondos buitres.
Para cumplir con este objetivo proponemos una manera objetiva de definir el atraso cambiario, aunque desde ya hay infinidad de formas de analizarlo. La forma de determinar que existe atraso cambiario podría ser que se reúnan dos condiciones. La primera es que el tipo de cambio real bilateral con uno, de los tres principales socios comerciales se encuentre por debajo de la banda inferior, de un sendero deseado. El sendero podría ser definido por el promedio del tipo de cambio real bilateral de los últimos diez años, más, menos un desvío estándar.
La segunda condición es que se observe uno de los siguientes efectos del atraso cambiario, que el balance comercial mensual sea deficitario, o que las reservas internacionales netas de deuda financiera pública, se reduzca en la comparación de un mes respecto al mismo mes del año anterior 15% o más. Considerando como deuda financiera pública aquella tomada por cualquier organismo público (Banco Central, Bancos públicos comerciales, Gobierno Nacional, Provincial o Municipal) o empresas con participación estatal.
- II. Para cumplir con lo anterior, cada emisión de deuda en moneda extranjera debe estar atada a una aplicación específica, que podrán ser inversiones en infraestructura que contengan bienes y servicios que deban ser importados porque no se produzcan en el país o la refinanciación de una deuda en moneda extranjera (siempre que no exista superávit comercial o reservas internacionales de libre disponibilidad para cancelarla sin tomar deuda), pero específicamente no se podrá tomar deuda en moneda extranjera para mantener el tipo de cambio artificialmente apreciado.
- III. Para asegurarse de esto, también deberá prohibirse la reasignación presupuestaria de fondos en moneda extranjera.

- IV. Deberá quedar prohibido la emisión de deuda con legislación extranjera que no sea para refinanciar deuda que ya se encuentre en esa legislación, si previamente no se intentó colocar deuda con legislación argentina. Esta increíble renuncia a nuestra soberanía sigue ocurriendo, en medio del conflicto *pari passu*, la Provincia de Buenos Aires y la Ciudad de Buenos Aires, siguieron emitiendo deuda en el mercado de NY, como si nada hubiera pasado.
- V. Que los contratos bajo legislación nacional de deuda en moneda extranjera contengan una cláusula por la cual el reclamo, en caso de *default*, solo pueda ser hecho por el monto que se pagó al momento de adquirir la deuda. Esto creemos que puede socavar en lo más profundo el modelo de negocio de los fondos buitres (comprar con un gran descuento y reclamar el 100 %).
- VI. Además, observamos que tanto en el caso del Perú como en el de Argentina, la designación de una ruta específica de pago, informada en el contrato, generó la imposibilidad de cambiar la institución o el lugar de pago sin caer en *default*. Esto pone entre la espada y la pared al gobierno que decida no pagarle a los fondos buitres, pero quiera seguir cumpliendo con los *holdings*. Por lo tanto, sugerimos que los contratos de endeudamiento contengan una ruta alternativa de pago que implique el uso de instituciones de distintos países.
- VII. Finalmente, las Cláusulas de Acción Colectiva deberán ser por el total de los bonos con legislación externa, y no por serie (cada bono puede tener distintas series, por ejemplo los bonos Discount en dólares Ley NY que se emitieron originalmente en el canje de deuda 2005 con vencimiento en el año 2033 y cupón de interés 8,28% anual, tiene tres series, la original de 2005 (ISIN US040114GL81 por U\$S 3.058 millones), y las emitidas en el canje 2010 (ISIN XS0501195050 por U\$S 5 millones, se les dio a bonistas que habían entrado al canje 2005 y quisieron canjear su serie por la nueva) y (ISIN XS0501194756 por U\$S 924 millones, se les dio a bonistas que no habían entrado al canje 2005 y quisieron entrar en 2010). La idea de que las CAC's se voten por el total de bonos y no por serie, evitaría que un acreedor pueda bloquear una reestructuración por mayoría, comprando una serie de sólo U\$S 5 millones.

Dado que las tasas de Estados Unidos, Europa y Japón siguen en mínimos históricos, y aun cuando la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) piensa comenzar a subir sus tasas de *Fed Funds*, tardarán años en volver a los niveles pre crisis (4 o 5%) y el mundo seguirá buscando rendimientos extraordinarios en los países emergentes. Esto implica que nuestros países tienen la posibilidad de imponer ciertas condiciones hoy.

Finalmente, nos gustaría dejar una última reflexión, la única forma de volvernos una nación adulta y responsable que pueda crecer es poniéndoles un límite a los abusos de los acreedores externos, que reclaman un monto que nunca le prestaron al país, y poniéndoles un límite a los abusos de los gobiernos internos que actúan irresponsablemente tomando deuda en moneda extranjera con legislación extranjera por millones de dólares o yuanes para sostener un tipo de cambio irreal por unos meses, subordinándonos a las leyes de otros países.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 5.1. Adrogué, María de la Paz y Anido, Marcela. “*Análisis de Bonos*”. Buenos Aires. Argentina. Mercado de Valores de Buenos Aires. Análisis de Bonos. 1998.
http://iamcmediamanager.prod.ingeccloud.com/mediafiles/iamc/2014/6_24/0/4/15/266141.pdf
- 5.2. “*Bélgica aprobó una ley “anti buitres” a la medida de la Argentina y el Gobierno festeja*”. En: Diario El Cronista. Buenos Aires. 2 de julio de 2015.
<http://www.cronista.com/economiapolitica/Belgica-aprobo-una-ley-anti-buitre-a-la-medida-de-la-Argentina-y-el-Gobierno-festeja-20150702-0109.html>
- 5.3. Benhamou, Eric y Wong, Jack. “*Swaps Strategy*”. Londres. FICC, Goldman Sachs International.
<http://www.ericbenhamou.net/documents/Encyclo/Credit%20event.pdf>
- 5.4. Bi, Ran; Chamon, Marcos y Zettelmeyer, Jeromin. “*The Problem that Wasn’t: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings*”. FMI. 2011.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11265.pdf>
- 5.5. Buchheit, Lee y Gulati, Mitu. “*Exit Consents in Sovereign Bond Exchanges*”. Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton New York y Profesor de la Universidad de California, respectivamente. Estados Unidos. 2000.
http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2081&context=faculty_scholarship
- 5.6. Buchheit, Lee; Gulati, Mitu y Mody, Ashoka. “*Sovereign Bonds and the Collective Will*”. Universidad de Leyes de Georgetown. Estados Unidos. 2002.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=346884
- 5.6. Buchheit, Lee y Pam, Jeremiah. “*The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments*”. Emory Law Journal. 2004.
[http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR15L_Buchheit-\(Pari-Passu-Clause-in-Sovereign-Debt-Instruments---Emory-Law-Journal\).pdf](http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR15L_Buchheit-(Pari-Passu-Clause-in-Sovereign-Debt-Instruments---Emory-Law-Journal).pdf)
- 5.8. Burn Lachlan. “*Pari passu clauses: English law after NML v Argentina*”. Oxford Journals. 2013.
<http://cmlj.oxfordjournals.org/content/9/1/2.extract>
- 5.9. Cruces, Juan J y Trebesch, Christoph. “*Sovereign Defaults: The Price of Haircuts*”. Buenos Aires y Berlín. Universidad Torcuato Di Tella. Universidad Munich. 2013.
<https://sites.google.com/site/christoph-trebesch/research>
- 5.10. Das, Udaibir S; Papaioannou, Michael G. y Trebesch Christoph. “*Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*”. IMF. 2012.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>
- 5.11. Dumrauf, Guillermo L. “*Análisis Cuantitativo de Bonos*”.

- 5.12. Eaton, Jonathan y Gersovitz, Mark. “*Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis*”. The review of Economic Studies. 1981.
http://www.jstor.org/stable/2296886?seq=1#page_scan_tab_contents
- 5.13. Eichengreen Barry. “*Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs*”. California. Estados Unidos. Department of Economics University of California at Berkeley. 1999.
<http://www.nber.org/papers/w7458>
- 5.14. Eichengreen, Barry y Mody, Ashoka. “*What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt?*”. National Bureau of Economic Research. 2000.
<http://www.nber.org/chapters/c6166.pdf>
- 5.15. FMI. “*A survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructuring*”. 2003.
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/060512.pdf>
- 5.16. FMI y Banco Mundial. “*Directrices para la gestión de la deuda pública*”. 2001.
<https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/esl/pdebte.pdf>
- 5.16. FMI. “*IMF Supports Reforms for More Orderly Sovereign Debt Restructurings*”. 2014.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2014/NEW100614A.htm>
- 5.18. FMI. “*Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring*”. 2014.
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>
- 5.19. García, Laura. “*Un contrato, tres minutos y medio*”. Diario El Cronista. 4 de diciembre de 2012.
<http://www.cronista.com/columnistas/Pari-passu-en-busca-de-la-clausula-perdida-que-sobrevuelan-los-buitres-20121204-0062.html>
- 5.20. González, Franco. “*Marco teórico de la ETTI*”. Universidad de las Américas Puebla (México). 2006.
http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lec/franco_g_ma/capitulo1.pdf
- 5.21. Gugiatti, Mark y Richards, Anthony. “*The use of Collective Action Clauses in New York Law Bonds of Sovereign Borrowers*”. Banco Central de Australia. 11 de Julio de 2013.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=443840
- 5.22. Hal, Scott y Howell Jackson. “*Sovereign Debt Restructuring: Should we be worried about Elliott?*”. Harvard Law School. 2002.
<http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/education/llm/2001---2002/sp44.pdf>
- 5.23. Krueger, Anne. *A New Approach To Sovereign Debt Restructuring*. IMF. 2002.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>

- 5.24. Kupelian, Romina y Rivas, María Sol. **“Fondos Buitres. El juicio contra Argentina y la dificultad que representan en la economía mundial”**. Cefidar. 2014.
http://www.cta.org.ar/IMG/pdf/dt_49_cefidar.pdf
- 5.25. Liu, Yan. **“Collective Action Clauses in International Sovereign Bonds”**. FMI. 30 de agosto de 2002.
<http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2002/cdmfl/eng/liu.pdf>
- 5.26. Macmillan, Rory. **“Towards a Sovereign Debt Work-out System”**. Northwestern Journal of International Law & Business. 1995.
<http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1422&context=njilb>
- 5.26. Moodys, **“Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2008”**.
<https://www.moodys.com/sites/products/DefaultResearch/2007400000578875.pdf>
- 5.28. Oechsli, Christopher. **“Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Reform Act”**. 1981. Virginia. Estados Unidos.
- 5.29. Olivares, Rodrigo. **“The pari passu clause in sovereign debt instruments: developments in recent litigation”**. Universidad de Londres. 2013.
<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap72u.pdf>
- 5.30. Rogoff, Kenneth y Zettelmeyer, Jeromin. **“Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A history of Ideas, 1976-2001”**. FMI. 2002.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02133.pdf>
- 5.31. Sach, Jeffrey. **“Theoretical Issues in International Borrowing”**. Princeton. 1984.
https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S54.pdf
- 5.32. Sandleris, Guido. **“The Costs of Sovereign Defaults: Theory and Empirical Evidence”**. Universidad Torcuato Di Tella. 2015.
http://www.cid.harvard.edu/Economia/Forthcoming%20papers/Sandleris_TheCostOfSovereignDefault_20150710.pdf
- 5.33. Sarto, Daniel. **Apuntes de clase**.
- 5.34. Schumacher, Julian; Trebesch, Christoph y Enderlein, Henrik. **“Sovereign Defaults in Court”**. Universidad de Berlín, Universidad de Munich y Escuela de gobierno. 2014.
<https://sites.google.com/site/christoph-trebesch/research>
- 5.35. Sturzenegger, Federico y Zettelmeyer, Jeromin. **“Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005”**. Universidad Torcuato di Tella, Universidad de Harvard y FMI. 2005
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05136.pdf>

5.36. UNCTAD. “*Principios sobre la promoción responsable de préstamos soberanos y de endeudamiento*”. Ginebra. Suiza. 2011.

http://unctad.org/es/Docs/gdsddf2011misc1_sp.pdf

5.36. Borensztein, Eduardo; Devoto, Maria Laura; Eichengreen, Barry; Fernández-Arias, Eduardo; Izquierdo, Alejandro; Levy Yeyati, Eduardo; Panizza, Ugo; Powell, Andrew; Zuccardi, Igor. “*Vivir con Deuda*”. BID. 2006.

http://www.iadb.org/es/investigacion-y-datos/detalles-de-publicacion,3169.html?pub_id=b-2007

6. NOTAS Y OBSERVACIONES AL TEXTO

- 6.1. <http://www.crecenegocios.com/renta-fija-y-renta-variable/>
- 6.2. El mismo se calcula con la fórmula del Excel VNA.NO.PER(tasa de descuento; flujo de pagos: fechas de los pagos).
- 6.3. ISIN, acrónimo de International Securities Identification Numbering system, es el número de Identificación Internacional de Títulos.
- 6.4. <https://www.pacer.gov/>
- 6.5. http://www.mef.gob.pe/index.php?option=com_content&view=article&id=1967%3Acaso-elliott&catid=232%3Aotros-temas-de-interes&Itemid=100789&lang=es
- 6.6. Organismos Internacionales son el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y el Fondo Financiero para el Desarrollo de los Países de la Cuenca del Plata (FONPLATA).
- 6.7. Como el Club de París, que reúne préstamos entre países (bilaterales) bajo el marco de un estatuto, el del Club de París.
- 6.8. Según el citio del BCRA, al 30/09/2014 las reservas internacionales tenían U\$S 12 millones fuera de la canasta del DEG (dólar de EE.UU., el euro, la libra esterlina y el yen japonés), y al 30/09/2015 tenían U\$S 11.376 millones.
<http://www.bcra.gov.ar/Estadisticas/estind020301.asp>
- 6.9. Dato del Lac Debt Group:
<http://www.iadb.org/es/temas/finanzas/lac-debt-group/estadisticas,6762.html>
- 6.10. Balanza de Pagos del INDEC:
http://www.indec.gov.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=35&id_tema_3=45
- 6.11. Reservas internacionales del Banco Central:
<http://www.bcra.gov.ar/Estadisticas/estind020303.asp>
- 6.12. Deuda Pública al 30-09-2001
<http://www.mecon.gov.ar/onp/html/boletin/3ertrim01/capitulos/indicecuadros.htm>
- 6.13. Informe de la Auditoría General de la Nación, con la explicación de la crisis 2001.
<http://www.agn.gov.ar/files/files/25doctec.pdf>
- 6.14. Deuda Pública al 31-12-2001
<http://www.mecon.gov.ar/onp/html/boletin/4totrim01/capitulos/indicecuadros.htm>
- 6.15. Presentación del Resultado del Canje 2005 y 2010:

http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/?page_id=139

6.16. Ley Cerrojo

<http://www.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/100000-104999/103619/norma.htm>

<http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/160000-164999/161317/norma.htm>

<http://www.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/220000-224999/220129/norma.htm>

6.17. Fallos del Juicio Pari Passu

<http://www.shearman.com/en/services/key-issues/argentine-sovereign-debt?section=related-source-materials>

6.18. Votación ONU:

<http://www.lanacion.com.ar/1826823-que-paises-votaron-en-contra-de-la-propuesta-argentina-sobre-reestructuracion-de-deuda>

6.19. Letras colocadas para pagar deuda con reservas, cuadro A.1.11:

http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/documentos/deuda_publica_31-12-2014.xlsx

6.20. Letra para pagar con reservas durante 2015, artículo 38:

<http://www.mecon.gov.ar/onp/html/presutexto/proy2015/ley/pdf/proy2015.pdf>

Y Organismos Internacionales y Bilaterales durante 2015:

<http://www.lanacion.com.ar/1818148-se-usaran-reservas-para-pagos-a-organismos>

6.21. Programa de recompras:

http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/?page_id=101

6.22. Elliott's NML tenía CDS y vota en el comité que declara si se pagan esos CDS:

<http://www.cepr.net/blogs/the-americas-blog/do-the-holdout-hedge-funds-hold-argentine-credit-default-swaps>

6.23. Presentación de Citibank del 6 de marzo de

2015:<http://www.shearman.com/~media/Files/Services/Argentine-Sovereign-Debt/2015/Arg215-030615-Citibank-Letter.pdf>

6. SOPORTE ELECTRÓNICO (C.D.)