

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE GENERAL SAN MARTÍN  
INSTITUTO DE ALTOS ESTUDIOS SOCIALES  
MAESTRÍA EN SOCIOLOGÍA ECONÓMICA**

**TESIS DE MAESTRÍA**

“La negociación entre el gobierno argentino y los acreedores  
privados en torno a la reestructuración de la deuda soberana en  
*default* durante el primer canje (2003-2005)”

Autora: Lic. María Emilia Val  
Director: Dr. Pablo Luis Nemiña

Julio de 2018

## Índice

Abstract.....	1
Agradecimientos.....	2
Listado de siglas.....	3
<b>Introducción.....</b>	<b>5</b>
<b>Capítulo 1: Deuda soberana, default y reestructuración: estado de la cuestión y propuesta teórica para el estudio de las negociaciones entre gobiernos y acreedores durante los procesos de canje de pasivos públicos...</b>	<b>9</b>
1.1 Antecedentes.....	9
1.1.1 Los estudios sobre los episodios de crisis y las reestructuraciones de deudas soberanas.....	10
1.1.2 Los estudios sobre la litigiosidad acreedora y las propuestas para la resolución de crisis de impago soberano.....	11
1.1.3 Los estudios sobre la evolución de la deuda pública argentina.....	13
1.1.4 Los trabajos sobre la reestructuración reciente de la deuda en <i>default</i> .....	14
1.2 Marco teórico. El enfoque estratégico de las negociaciones económicas internacionales para el análisis de las reestructuraciones de deuda: un cruce entre la sociología económica y la economía política internacional.....	17
1.2.1 Deuda pública, <i>default</i> y reestructuración.....	18
1.2.2 El perfil de los acreedores privados y su acción colectiva durante los procesos de reestructuración.....	23
1.2.3 La perspectiva estratégica en las negociaciones económicas internacionales para el estudio de los procesos de reestructuración.....	26
1.2.4 Tipos de estrategia, posición negociadora y estilo de negociación.....	30
1.3 Estrategia metodológica.....	33
<b>Capítulo 2: Los actores del canje de 2005. Perfiles y estrategias de negociación frente al <i>default</i> argentino.....</b>	<b>36</b>
2.1 El gobierno argentino y la estrategia de manejo de la deuda.....	36
2.1.1 La administración de Néstor Kirchner.....	37

2.1.2	Los lineamientos de la estrategia argentina para la gestión de la deuda en <i>default</i> .....	39
2.2	Los tenedores privados de bonos argentinos afectados, sus organizaciones representativas y sus estrategias de cara al canje.....	45
2.2.1	Los comités de bonistas afectados por el <i>default</i> : coordinación local e internacional.....	48
2.2.2	Las diversas estrategias de las agrupaciones: entre la negociación y la judicialización.....	56
	<b>Capítulo 3: El enfrentamiento entre los acreedores privados y el gobierno de Néstor Kirchner durante el proceso de negociación de la deuda pública.....</b>	<b>63</b>
3.1	El derrotero reciente de la deuda argentina: de la última dictadura a la administración de Eduardo Duhalde.....	63
3.2	La primera iniciativa para la reestructuración: la propuesta distributiva de Dubai.....	65
3.3	Las respuestas de los acreedores y la intransigencia gubernamental en el inicio de las tratativas.....	68
3.4	“Si quieren apretar que aprieten”: las presiones internacionales durante las revisiones del acuerdo con el Fondo y las contrapropuestas de los acreedores.....	73
3.5	“Que hablen los mercados”: la flexibilización de la oferta en los lineamientos de Buenos Aires, la suspensión del acuerdo con el FMI y el cierre de la etapa de negociación.....	79
3.6	El anuncio de la oferta global y las últimas iniciativas acreedoras para bloquear la implementación del canje.....	85
3.7	Estrategias y resultados en la negociación: el largo proceso hacia la salida del <i>default</i> .....	89
	<b>Capítulo 4: Los resultados del canje de deuda argentino: una problemática multidimensional con implicancias a futuro.....</b>	<b>93</b>
4.1	Los resultados económico-financieros del canje y la discusión en torno al proceso de desendeudamiento.....	93
4.1.1	Los resultados del canje 2005 y la evolución posterior de la deuda.....	94
4.1.2	Sobre el proceso de desendeudamiento.....	101

4.2	La dimensión contractual-legal: los incentivos diseñados y su relación con los litigios posteriores.....	104
4.3	La dimensión políticos-sistémica: las particularidades del canje argentino y la discusión internacional sobre la arquitectura financiera internacional.....	109
4.4	Los resultados obtenidos y su relación con las estrategias de negociación	114
	<b>Conclusiones.....</b>	<b>117</b>
	<b>Bibliografía.....</b>	<b>124</b>

## **Abstract**

El endeudamiento soberano constituye un fenómeno económico y político de larga data. Desde el surgimiento de los estados, los mismos han recurrido al crédito como medio para la obtención de recursos. El crecimiento sostenido del endeudamiento público estuvo acompañado también por la recurrencia de cesaciones de pago o *defaults* soberanos, definidos como los episodios en que las naciones incumplen con los servicios de los pasivos. Estos episodios, que se han reiterado a lo largo de la historia, son seguidos por procesos de negociación entre deudores y acreedores que buscan establecer las nuevas condiciones de repago.

Esta tesis se ocupa de la cesación de pagos argentina de 2001, que constituyó el mayor *default* soberano hasta entonces. Más específicamente, aborda la primera etapa de la larga reestructuración que le siguió, con el objetivo de analizar las estrategias desplegadas por el gobierno argentino y los diferentes grupos de acreedores privados durante la negociación, y la influencia de las mismas sobre el desarrollo y los resultados del canje de deuda de 2005.

Retomando los aportes conceptuales de los campos disciplinares de la sociología económica y la economía política internacional, y utilizando un abordaje metodológico basado en la combinación de técnicas cualitativas y cuantitativas a partir de una multiplicidad de fuentes secundarias, abordaremos la negociación para la reestructuración de la deuda soberana considerando las estrategias implementadas por los actores principales, la posición negociadora de los mismos y sus estilos de negociación, a la luz de los condicionantes existentes en un doble nivel, doméstico e internacional.

Se observa que cada una de las partes desplegó estrategias marcadamente confrontativas (con algunos elementos cooperativos) que fueron acompañadas por estilos de negociación mayormente inflexibles y tácticas orientadas a debilitar la posición del adversario, lo que llevó a una dinámica de inusual enfrentamiento y a resultados en una multiplicidad de dimensiones, fuertemente relacionadas con esta dinámica de la negociación.

## **Agradecimientos**

Las “gracias” son numerosas, aunque no creo poder agradecer suficiente a quienes de una u otra forma contribuyeron a que esta tesis sea una realidad.

Quiero agradecer, primero, a Pablo Nemiña por su paciencia, su ayuda y guía en el complejo proceso de investigar. Sus lecturas atentas, sus certeros comentarios y sus sugerencias siempre oportunas me ayudaron enormemente para pensar, destrabar, ordenar y dar forma a este escrito.

También a Ana Castellani, por su calidez, su ayuda y su inmensa generosidad, sin la cual no hubiese podido realizar esta investigación.

A cada uno de los miembros del Programa de Estudios sobre las Elites Argentinas del IDAES, quienes me brindaron un espacio de trabajo y formación de excelencia y, fundamentalmente, lleno de calor humano.

A mis compañeros y compañeras becarios y becarias, con quienes compartimos inquietudes, reflexiones, iniciativas y logros.

A mis amigas y amigos (los de siempre y los que hice en este camino) cuyo apoyo, escucha y acompañamiento fueron esenciales.

A mi familia: mi madre, hermano, hermanas, sobrinos y sobrinas, por haberme brindado su cariño en estos años, además de incentivar-me a seguir en esta tarea.

A mi padre, que no está conmigo hoy, pero a quien recuerdo siempre por, entre otras cosas, despertar en mí el interés respecto a las problemáticas económicas y políticas de nuestro país.

Y, *last but not least*, a Gabriel, por su amor y comprensión cotidianos. Por ser mi compañero de vida. Por estar siempre, en todo momento.

## Listado de siglas

AARA – Asociación de Ahorristas de la República Argentina  
ABA – Asociación de Bancos de la Argentina  
ABAPPRA – Asociación de Bancos Públicos y Privados de la Argentina  
ABC – Argentine Bondholders Committee  
ABRA – Argentina Bond Restructuring Agency  
ADAPD – Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default  
ADEBA - Asociación de Bancos Privados de Capital Argentino  
ADESPA – Asociación de Empresas de Servicios Públicos Argentinos  
ADUSBEP – Associazione Difesa Utenti Servizi Bancari e Finanziari  
AEA - Asociación Empresaria Argentina  
AFJP - Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones  
AGN- Auditoría General de la Nación  
AMIA - Asociación Mutual Israelita Argentina  
APYME - Asamblea de Pequeños y Medianos Empresarios  
ART – Aseguradora de Riesgos del Trabajo  
BCRA – Banco Central de la República Argentina  
BID – Banco Interamericano de Desarrollo  
BM – Banco Mundial  
BOCON – Bono de Consolidación  
BONTES – Bonos del Tesoro  
CAME - Confederación Argentina de la Mediana Empresa  
CAC - Cámara Argentina de la Construcción  
CACs – Cláusulas de Acción Colectiva  
CARBAP - Confederación de Asociaciones Rurales de Buenos Aires y La Pampa  
CER – Coeficiente de Estabilización de Referencia  
CIADI – Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones  
CNV - Comisión Nacional de Valores  
CODACONS – Coordinamento delle associazioni per la difesa dell'ambiente e dei diritti degli utenti e dei consumatori  
CONINAGRO - Confederación Intercooperativa Agropecuaria Limitada  
CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa  
CRA - Confederaciones Rurales Argentinas  
EMTA – Emerging Markets Traders Association  
FAA – Federación Agraria Argentina  
FMI – Fondo Monetario Internacional  
GCAB – Global Committee of Argentina Bondholders  
G7 – Grupo de los Siete  
G77 – Grupo de los Setenta y Siete  
IFI – Instituciones Financieras Internacionales  
IGA - Interessengemeinschaft Argentinien  
IGOR - International Group of Rome  
IIF – Institute of International Finance  
IPC – Índice de Precios al Consumidor  
LETES – Letras del Tesoro  
LIA – Lending Into Arreas  
LIBOR - London Interbank Offered Rate  
ONU – Organización de las Naciones Unidas  
PBI – Producto Bruto Interno

RUFO – Rights Upon Future Offers  
SDRM – Sovereign Debt Restructuring Mechanism  
SEC – Security Exchange Commission  
SRA - Sociedad Rural Argentina  
TFA – Task Force Argentina  
UAFJP – Unión de AFJPs  
UDECA – Unión de Entidades Comerciales Argentinas  
UDES – Unión Argentina de Entidades de Servicios  
UIA – Unión Industrial Argentina

## Introducción

El endeudamiento soberano constituye un fenómeno económico y político de larga data. Desde el surgimiento de los estados, los mismos han recurrido al crédito como medio para la obtención de recursos. Es a partir del siglo XIX, con la consolidación de los mercados financieros, que la deuda soberana se convirtió en uno de los tipos de activos de mayor importancia a nivel mundial (Tomz & Wright, 2013).

El crecimiento sostenido del crédito a los estados estuvo acompañado también por la recurrencia de cesaciones de pago o *defaults* soberanos, definidos como los episodios en que las naciones incumplen con los servicios de sus pasivos. Estos episodios se han reiterado a lo largo de la historia, contabilizándose decenas de casos de mora en diferentes períodos, con diferentes clases de acreedores. Pueden identificarse diversos ciclos u oleadas en los que cesaciones de pago más o menos generalizadas entre países pobres o en desarrollo tuvieron lugar, que se corresponden a su vez con distintos estadios del desarrollo del crédito y del mercado internacional de deuda soberana (Reinhart y Rogoff, 2011).

Esta tesis se centra en el caso que cerró el último ciclo –que abarcó la moratoria latinoamericana de los 80 y las crisis de los países emergentes desde finales de los 90-, el *default* argentino de 2001. Más específicamente, nos ocupamos de la primera etapa de la larga reestructuración argentina que le siguió, abordando las negociaciones que terminaron con el canje de deuda instrumentado en 2005. En tanto para resolver la situación de *default*, deudores y acreedores deben embarcarse en negociaciones que buscan modificar las provisiones contractuales iniciales y establecer nuevas condiciones de repago, aquí analizamos las actuaciones del gobierno argentino y las organizaciones de acreedores afectados, la dinámica y los resultados de la negociación que culminaron en el canje.

Entendemos que analizar la reestructuración llevada adelante por la administración de Néstor Kirchner es pertinente por varios motivos. En primer lugar, para contribuir a la comprensión de uno de los episodios más recientes del endeudamiento soberano nacional. Se trata de una problemática largamente estudiada en Argentina desde diversas disciplinas, analizando sus especificidades y su dinámica histórica, así como también la actuación de los gobiernos y la relación con los acreedores.

En segundo lugar, desde un punto de vista más general, la caída en *default* parcial de 2001 y la posterior negociación constituyen eventos de particular importancia en el derrotero financiero, político y económico ulterior. El canje del año 2005 permite entender el posterior desarrollo de la reestructuración, pues sus resultados y características sentaron los precedentes y los términos que influyeron y condicionaron lo actuado por los restantes gobiernos que debieron, en sucesivas etapas, avanzar en la “normalización” de las relaciones de la República con los acreedores y los mercados financieros.

En tercer lugar, la reestructuración argentina de 2005 presenta particularidades que la convierten en un episodio paradigmático. Tal como dicen Roubini y Setser (2004), en el mismo emergieron todos los problemas que pueden surgir en una reestructuración. Por un lado, la complejidad legal de los pasivos, la diversidad de los acreedores, la importancia de asegurar la sustentabilidad a futuro al tiempo que se intenta lograr la aceptabilidad de una propuesta, son una muestra de las dificultades que los gobiernos pueden enfrentar en este tipo de procesos. Por otro lado, las preferencias de política económica, las condiciones externas (financieras, económicas y políticas) y la existencia de consenso doméstico en torno a la estrategia de negociación muestran también algunas de las circunstancias que deben considerarse al momento de entablar negociaciones que quieran culminar con términos de repago que sean beneficiosos y atendibles en el tiempo. Por considerar esta complejidad, creemos que indagar en profundidad en el caso permitirá no sólo entender las peculiaridades de esta reestructuración, sino también contribuir a la comprensión más amplia de los procesos de negociación entre estados y acreedores privados en situaciones de cesación de pago dentro del marco de las condiciones actuales de funcionamiento del sistema financiero global.

A partir de un enfoque conceptual que, con aportes de los campos disciplinares de la sociología económica y la economía política internacional, permite abordar la negociación para la reestructuración de la deuda soberana (entendida como un tipo particular de negociación económica internacional) considerando las estrategias implementadas por los actores principales, la posición negociadora de los mismos y sus estilos de negociación, a la luz de los condicionantes existentes en un doble nivel, doméstico e internacional, se analizan las estrategias desplegadas por el gobierno argentino y los acreedores privados durante la negociación de la deuda en *default* y su influencia sobre el desarrollo y los resultados del canje de deuda de 2005.

De este objetivo general se derivaron los siguientes objetivos específicos: caracterizar a los actores involucrados en la renegociación: el gobierno argentino, los acreedores y sus organizaciones representativas; analizar las estrategias de las partes negociadoras durante el desarrollo del proceso de negociación; describir los resultados y alcances del canje de deuda en sus diferentes dimensiones; e indagar en las relaciones entre objetivos de las estrategias y los resultados de la negociación.

Para dar cuenta de los mismos, la tesis se estructura en cuatro capítulos, organizados de la siguiente manera. En el capítulo 1 se releva el estado del arte, y se presenta el marco teórico y la estrategia metodológica utilizada. En primer lugar, se pasa revista a la literatura existente sobre la problemática de la deuda soberana, los episodios de *default*, los procesos de reestructuración y las negociaciones entre deudores y acreedores. También se reconstruye la abundante literatura que estudia el surgimiento, crecimiento y evolución de la deuda pública argentina desde la última dictadura militar. En segundo lugar, se presenta el marco conceptual de la investigación, basado en la teoría de las negociaciones internacionales, que se nutre de aportes de sociología económica y la economía política internacional. Finalmente, se introducen los lineamientos de la estrategia metodológica implementada, consistente en una combinación de los métodos cualitativo y cuantitativo, basada en fuentes secundarias.

En el capítulo 2 se describen los perfiles de los actores involucrados en esta etapa de la reestructuración y los lineamientos principales de su estrategia de negociación. En primer lugar, se caracteriza al gobierno argentino liderado por Néstor Kirchner y se reconstruye el perfil de sus funcionarios, para luego describir su política de manejo de la deuda y los rasgos principales de la estrategia de negociación. En segundo lugar, se aborda a los acreedores privados alcanzados por la cesación de pagos. Se reconstruye su estructura, se analiza a las organizaciones que los agruparon tanto a nivel local como global, se presenta una tipología de asociaciones y se introducen los elementos centrales de las estrategias que las mismas desplegaron.

En el capítulo 3 se analiza el despliegue de las estrategias en el tiempo y la dinámica que adquiere la negociación entre el gobierno y los bonistas durante las diferentes etapas que terminaron con el canje de deuda, considerando las acciones de las partes negociadoras, así como también las actuaciones de otros actores y factores indirectamente involucrados, que incidieron sobre ese proceso fundamental. Se consideran los diferentes momentos o etapas que llevaron a la reestructuración, delimitados a partir de los sucesivos anuncios realizados por el gobierno argentino:

primero, el iniciado con la propuesta presentada en Dubai en septiembre de 2003, centralmente distributiva, que es rechazada por los acreedores y da inicio a un juego de presiones sobre el gobierno; segundo, el que empieza con el relanzamiento de la oferta en Buenos Aires en junio de 2004, que supuso un giro cooperativo en la estrategia argentina, a partir de la flexibilización de propuesta inicial, pero que, al mismo tiempo, clausuró las negociaciones; y tercero, el abierto con el anuncio de la presentación de oferta global, caracterizado por la apuesta al fracaso de la operatoria por parte de la mayoría de los acreedores, que se expresó en una serie de demoras y dificultades para concretar la operatoria, tardíamente cerrada en junio de 2005.

El capítulo 4 se ocupa de presentar los resultados obtenidos en sus diversas dimensiones, diferenciándolos analíticamente y poniéndolos en relación con las estrategias implementadas por los actores. Se abordan, en primer lugar, los resultados económico-financieros y el alcance de la política de desendeudamiento; en segundo lugar, los aspectos contractual-legales, relacionándolos con los incentivos diseñados y los litigios posteriores; en tercer lugar las consecuencias a nivel político-sistémico, retomando las especificidades del canje argentino, su relación con la intervención de actores claves (como el FMI y el gobierno estadounidense) y la discusión sobre la arquitectura financiera internacional.

Finalmente, en las conclusiones se sintetizan los principales resultados obtenidos en la investigación y se presentan potenciales líneas de investigación a futuro.

## **Capítulo 1. Deuda soberana, *default* y reestructuración: estado de la cuestión y propuesta teórica para el estudio de las negociaciones entre gobiernos y acreedores durante los procesos de canje de pasivos públicos**

### **1.1 Antecedentes**

La literatura sobre la deuda pública, los episodios de *default* y los procesos de reestructuración es amplia y variada, a nivel internacional, regional y local. Trabajos como los de Panizza, Sturzenegger y Zettelmeyer (2009), Das et al. (2012) y Tomz & Wright (2013) realizan una revisión de los tópicos que atraviesan la discusión reciente sobre endeudamiento soberano, ocupándose esencialmente de los aspectos jurídicos y económico-financieros. Entre los primeros se presentan los principios internacionales que protegen a los estados frente a demandas, las limitaciones al *enforcement* de los contratos, los más significativos casos de litigiosidad, las transformaciones e innovaciones contractuales implementadas a lo largo del tiempo y las diferentes propuestas de marcos de reestructuración. En relación a los segundos mencionan, desde una perspectiva neoclásica, los modelos, esquemas y supuestos teóricos que desde la economía explican la existencia del endeudamiento soberano, la ocurrencia de *defaults* y la resolución de estos episodios. También se ocupan de abordar los costos y sanciones sufridos por los países que deciden dejar de pagar a sus acreedores, y presentan evidencia empírica cuantitativa sobre una serie de indicadores (*haircuts*, *delays*), tanto individualmente como en modelos de correlación o regresión. Más recientemente, a nivel local, Cosentino et al. (2017) consideran también una multiplicidad de dimensiones en relación a las crisis y las reestructuraciones de deuda soberana, incorporando además la perspectiva de los países emergentes y los deudores en relación a conceptos clave como el de quita. Dada la magnitud y heterogeneidad de dicha producción, nos centramos en aquellos aspectos que son más relevantes en relación a nuestros objetivos de investigación y el caso que nos ocupa. En esta sección nos ocuparemos en primer lugar de pasar revista a los trabajos que abordan algunos de los temas relacionados con las cesaciones de pago, las negociaciones y reestructuraciones – como su recurrencia histórica, las características de las renegociaciones entre deudores y acreedores, el aumento de la litigiosidad en la últimas décadas y los marcos para la resolución de crisis de deuda-, para luego concentrarnos en los trabajos que se ocupan del fenómeno del endeudamiento público en nuestro país –su evolución y características- y de la renegociación llevada adelante luego del *default* de 2001.

### **1.1.1 Los estudios sobre los episodios de crisis y las reestructuraciones de deudas soberanas**

La literatura sobre episodios de crisis de deuda soberana es variada. La recurrencia de los mismos en los dos últimos siglos despertó el interés de diferentes disciplinas por comprender sus características y especificidades. Una multiplicidad de trabajos se ocupa del fenómeno con diferentes recortes en términos de períodos y casos abordados.

En primer lugar, existen estudios que se ocupa del endeudamiento soberano en el largo plazo, desde el siglo XIX, observando los ciclos de crecimiento vertiginoso de las obligaciones que desembocan en cesaciones de pago generalizadas. Entre ellos encontramos a Lindbert y Norton (1989), Suter y Stamm (1992), y Reinhart y Rogoff (2010) que analizan las olas o picos de moratorias desde diversas perspectivas: los primeros entienden que la recurrencia de la dinámica de burbujas pone en evidencia que los acreedores, al obtener resultados positivos por prestar a países deudores, no consideran central al historial de impago; los segundos relacionan las crisis de pago con los ciclos de larga duración del sistema financiero internacional y entienden que la estructura de los acreedores permite comprender los patrones de resolución de las crisis; y los terceros identifican el fenómeno de la intolerancia a la deuda en el origen del comportamiento de impago serial de algunos países. Referidos al largo plazo encontramos también la tesis de Kamlani (2008) que identifica, desde finales del siglo XIX hasta mediados de la década del 2000, diferentes regímenes de reestructuración de deuda basados en cuatro dimensiones de poder; y el trabajo de Marichal (1989), que describe y analiza en clave de historia económica los ciclos sucesivos de auge y crisis de la deuda circunscriptos a América Latina, desde la independencia hasta la segunda guerra mundial, mostrando sus relaciones con la dinámica de los países centrales.

En segundo lugar, encontramos trabajos que se ocupan de analizar las reestructuraciones en la etapa de globalización que se abre a partir de la década de 1970. Por un lado, merece especial mención la producción internacional y regional desde las ciencias sociales sobre la crisis de la deuda latinoamericana en la década de los '80. Nos interesan especialmente aquellos que desde la economía política y el análisis político estudian las estrategias de resolución implementadas y las negociaciones entre las partes como los de Altimir y Devlin (1992); Devlin (1983, 1984, 1985); Ffrench-Davis y Feinberg (1986); Ffrench-Davis y Devlin (1993); García y Junco (1987); Griffith Jones (1984, 1988); Kaletsky (1987), Massad (1983); Navarrete (1985); O'Donnell (1985); Ocampo (2013); Schvarzer (1984); Stallings (2013) y Tussie, (1988, 2013). Dichos

estudios permiten observar los orígenes y características de la crisis, el carácter estructuralmente condicionante de la deuda, las dificultades en las negociaciones tripartitas de los estados con los bancos y los organismos multilaterales, y las repercusiones sobre la macroeconomía doméstica de los deudores durante la llamada “década perdida”. Si bien analizan un escenario y actores diferentes a los implicados en el caso que nos ocupa, sus aportes teóricos y empíricos sobre las características y consecuencias del endeudamiento para la región, los planes de resolución ensayados, así como sobre las relaciones y negociaciones entre deudores y acreedores, constituyen antecedentes ineludibles sobre el tema.

También identificamos otra serie de trabajos que, desde la economía, abordan principalmente los aspectos económicos y financieros de los *defaults* y las reestructuraciones soberanas en el período, a partir de un análisis cuantitativo y comparativo con alcances temporales diversos. Cline (1995) se ocupa de analizar el desempeño de los países durante las reestructuraciones en los 80; Chuhan y Sturzenegger (2003) indagan algunos aspectos económicos y legales de los casos en los ‘90; Sturzenegger y Zettelmeyer (2005) calculan las quitas de deuda logradas por los estados y las pérdidas experimentadas por los acreedores en las renegociaciones ocurridas entre el *default* ruso de 1998 y el canje argentino de 2005; Cruces y Trebesch (2011) estudian también las quitas en 180 casos de *default* con acreedores privados de 68 países ocurridos entre 1970 y 2010, concluyendo que las mayores suponen *spreads* más altos en las colocaciones subsiguientes y períodos más largos de exclusión de los mercados, mientras Das et al. (2012) analizan 186 canjes con acreedores privados (además de 447 acuerdos bilaterales) ocurridos hasta 2010. Los autores muestran que la ocurrencia de cesaciones de pago implica en diferentes períodos a conjuntos de países, exclusivamente en desarrollo, algunos de los cuales *defaultearon* en varias oportunidades. También observan que las reestructuraciones en las que hubo reducción del valor nominal de los títulos se incrementaron notablemente desde los años ‘80 y que 24 casos implicaron recompra de obligaciones con recursos de dadores bilaterales o multilaterales.

### **1.1.2 Los estudios sobre la litigiosidad acreedora y las propuestas para la resolución de crisis de impago soberano**

Las investigaciones sobre el papel de las agrupaciones de bonistas en el marco de las negociaciones durante de fines del siglo XIX y principios del XX (Eichengreen y

Portes, 1989; Adamson, 2002; Mauro y Yafeh, 2003; Kamlani 2008; Flandreau, 2013) muestran que las mismas encauzaron colectivamente, con diferentes grados de eficacia, la acción de los acreedores.

Desde hace más de dos décadas, debido a la atomización, los problemas de coordinación y la inexistencia de instancias permanentes de articulación, se observa un incremento considerable en los niveles de litigiosidad por parte de acreedores individuales que no aceptan las condiciones establecidas en las negociaciones *ad hoc* (Schumacher, Trebesch & Enderlein, 2014).

Los trabajos realizados desde las ciencias jurídicas y sociales muestran que las transformaciones en la legislación sobre inmunidad soberana en los países centrales<sup>1</sup> iniciadas en los '70 (Brower et al., 1979; Delaume 1979 y 1994, Hill, 1981, Feldman, 1986), abrieron la puerta a la multiplicación de demandas contra países deudores, que acumularon importantes precedentes a nivel internacional (Power, 1996; Fisch y Gentile, 2004; Blackman y Mukhi, 2010; Weidemaier, 2014 y Hernández Viguera, 2015).

El aumento de los litigios y la sucesión de crisis financieras en los años '90 pusieron de manifiesto las imperfecciones de los mecanismos de mercado<sup>2</sup>, lo que revivió la discusión sobre los dispositivos para la resolución de los *defaults* soberanos (Miller, 2002; Eichengreen, 2003; Roubini y Setser, 2004; Macías Vázquez, 2008). Mientras algunos autores postulan la conveniencia de revivir y perfeccionar los cuerpos representativos de los tenedores (Portes, 2003; DiSieno, 2014), el debate se centra en dos aproximaciones, no necesariamente opuestas, pero sí con potencialidades y limitaciones diferentes. La primera es la solución estatutaria. Desde el nuevo siglo la propuesta de marco internacional para el tratamiento de las cesaciones de pago más conocida fue la presentada por la entonces subdirectora del FMI, Anne Krueger (2002), que fue seguida por otras de menor repercusión, como la creación de un procedimiento internacional inspirado en el capítulo 9 de la ley de Insolvencias de los Estados Unidos aplicable a las municipalidades (Raffer, 2005), la constitución de un tribunal de arbitraje internacional (Ugarteche y Acosta, 2006) y, más recientemente, la (limitada)

---

<sup>1</sup> Principalmente en Estados Unidos y el Reino Unido, como veremos más adelante

<sup>2</sup> Por ejemplo, la falta de incentivos para resolver las crisis de manera rápida y ordenada, las dificultades para la coordinación y el establecimiento de acuerdos entre los acreedores, las pérdidas (*deadweight losses*) para deudores y acreedores, y la persistencia de los *bail-outs* que incrementan el riesgo moral (Schwarzc, 2000; Eichengreen, 2003)

declaración de principios-guía para las reestructuraciones en las Naciones Unidas (Stiglitz y Guzmán, 2016).

La segunda aproximación se corresponde con la llamada solución contractual, tendiente a fortalecer los contratos de deuda, para hacerlos más eficientes. Las modificaciones que propicia esta mirada implican, por un lado, el establecimiento de mecanismos que faciliten la acción colectiva de los acreedores y, por otro, el esclarecimiento y estandarización del alcance y sentido de cláusulas clave, como la *pari passu*. La introducción de estas innovaciones dio lugar a una prolífica producción desde el derecho, entre la que encontramos a Buchheit y Gulati (2002), Buchheit y Pam (2004), Drage y Hovaguimian (2004), Gelpern y Gulati (2008), Weidemaier, Scott y Gulati (2011); y Gelpern (2016).

### **1.1.3 Los estudios sobre la evolución de la deuda pública argentina**

La literatura disponible en relación al endeudamiento soberano argentino en general y al fenómeno particular que estudiaremos aquí, las negociaciones con los acreedores privados que culminaron con el canje de la ronda 2005, también es variada. La importancia de la problemática de la deuda pública en nuestro país hizo que la misma fuera investigada de manera recurrente dentro del campo de las ciencias sociales locales, analizando sus especificidades y su dinámica histórica, así como también la actuación de los gobiernos y la relación con los diferentes acreedores en diversos momentos.

En primer lugar, encontramos trabajos sobre la evolución histórica de la deuda soberana. Algunos como Galasso (2002), Sevares (2005) y Rapoport (2012) realizan una descripción del endeudamiento público en el largo plazo, iniciando su recorrido en el préstamo otorgado en 1824 por *la Baring Brothers* al gobierno de Bernardino Rivadavia, hasta llegar a los inicios del siglo XXI. Otros, desde una perspectiva de economía política, se concentran en las transformaciones observadas en dicho fenómeno durante los últimos 40 años (con diferentes alcances temporales) poniendo el acento en el papel central que tuvo el endeudamiento estatal a partir de la globalización financiera iniciada a mediados de la década del 70. Los trabajos de Schvarzer (1983,1998, 2003), Basualdo (1999, 2001, 2010, 2015), Kulfas y Schorr (2003) y Kulfas (2005) coinciden en señalar a la última dictadura militar como el inicio de una nueva etapa en relación al endeudamiento de la que se derivaron consecuencias políticas, económicas y sociales inéditas. El golpe de estado de 1976 dio inicio a importantes mutaciones en dinámica y

características del endeudamiento externo, en la integración de la Argentina al sistema financiero internacional y en la relación con los actores del mismo en el mediano plazo. El quiebre del esquema de industrialización sustitutiva vigente desde la década del 30 y la expansión de la financiarización a partir de la reforma de 1977 (Cibils y Allami, 2010), dieron inicio a un ciclo de endeudamiento acelerado, que se moderaría durante el gobierno de Raúl Alfonsín debido a la moratoria declarada en 1982 y se relanzaría con mayor vigor durante la vigencia de la convertibilidad en la década de los 90, culminando a fines de 2001 con el estallido de la crisis y la declaración de la cesación de pagos.<sup>3</sup> En relación a este último subperíodo, no debemos dejar de mencionar la producción existente en relación al rol del FMI durante la implantación y crisis del “modelo de los 90”. Bembi y Nemiña (2007), Nemiña (2009, 2011, 2012a, 2012b) y Brenta (2013) muestran, por un lado, cómo el carácter de principal impulsor de las reformas estructurales y sostén de la convertibilidad le otorgó un enorme poder de incidencia sobre el escenario local, expresado en los acuerdos suscriptos y en los programas de ajuste que se implementaron durante el período; y por el otro, cómo siendo “garante” de la viabilidad del esquema económico frente a los actores financieros internacionales, contribuyó al sostenimiento del endeudamiento estatal que, en virtud de su magnitud y estructura, se tornó insostenible.

#### **1.1.4 Los trabajos sobre la reestructuración reciente de la deuda en *default***

A pesar de la importancia del episodio bajo estudio, la literatura que se ocupa de las negociaciones y el canje de deuda *post-default* es limitada. En primer lugar, existen varios trabajos que se han centrado particularmente en la reestructuración de 2005, los cuales toman aspectos parciales del proceso o utilizan perspectivas teóricas diferentes de la adoptada aquí. Polemizando con los análisis basados en la reputación del deudor, Datz (2007) explica el resultado particular de la reestructuración (el acceso al crédito post-reestructuración) en función de los ciclos de liquidez, las estrategias y horizontes temporales de corto plazo prevalecientes en los mercados de bonos y los incentivos políticos para distribuir de forma diferenciada las pérdidas entre diferentes grupos de acreedores, pero no se ocupa del proceso concreto de las negociaciones ni de sus

---

<sup>3</sup> La última etapa de la convertibilidad estuvo marcada por un crecimiento sostenido del índice de riesgo país (IRP), conforme las capacidades de atender la deuda soberana se hacían más endeble. Antes del estallido de la crisis, la omnipresencia de este indicador “técnico” (que da cuenta del nivel de sobretasa que pagan los títulos soberanos de un país en relación a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos) lo constituyó en un instrumento de presión y disciplinamiento del sistema financiero y sus actores sobre el gobierno argentino (Aronskind, 2007).

resultados en términos de las condiciones establecidas en los acuerdos. Kanenguiser (2007) investiga las particularidades del caso argentino, analizando brevemente la estrategia oficial y comparándolo con otros casos contemporáneos. Por su parte, Helleiner (2005) y Miranda (2014) ponen el acento en la actuación de los Estados Unidos durante la reestructuración, mientras Gelpern (2005) repasa algunas de las características políticas y legales de la misma, advirtiendo además (y acertadamente) sobre las derivaciones inciertas del proceso a futuro. Desde la tradición de la economía política, encontramos los trabajos de Arceo y Wainer (2008a y 2008b), que presentan a los actores involucrados en las negociaciones (incluyendo las organizaciones de acreedores) y describen sus posicionamientos, intereses y contradicciones, pero no se valen de una perspectiva estratégica. En la misma línea se encuentran Cantamutto (2014) y Cantamutto y Ozarow (2016), que extienden el análisis más allá del canje de 2005, abarcando las posteriores etapas de la reestructuración. De la resolución del *default* argentino, extendiéndose más allá de 2005, también se ocupa Guzmán (2016), que presenta las características generales de las estrategias de los actores, las implicancias de la reestructuración para la economía doméstica, los elementos centrales de las disputas legales con los *holdouts* y las consecuencias del episodio *buitre* para el funcionamiento de los mercados de deuda. Finalmente, aunque encontramos trabajos que buscan indagar las negociaciones desde un modelo de regateo (Dhillon et al., 2006 y 2013) o dar cuenta de las tácticas de negociación (Cooper y Momani, 2005), entendemos que lo hacen de manera muy general, imposibilitando visualizar el juego estratégico desplegado en el tiempo -siempre dinámico- de la interacción entre actores.

En segundo lugar, encontramos literatura que se ocupa de los alcances del canje de deuda, donde se distinguen dos orientaciones: por un lado, los estudios que coinciden en valorar positivamente sus resultados y por otro, los que ponen en duda y discuten el supuesto éxito de la estrategia oficial. El primer grupo –Damill, Frenkel y Rapetti (2005), Kulfas (2005), Nemiña (2012b), De Lucchi (2014)- entiende que la negociación con los acreedores, la cancelación de los compromisos con el FMI y la dinámica económica abierta con la devaluación tuvieron importantes y positivas repercusiones sobre la problemática de la deuda y las relaciones entre los actores involucrados. En el plano económico, observan que la mejora experimentada en los indicadores de endeudamiento (ligada a una quita presentada como “sin precedentes”, el crecimiento económico, la acumulación de reservas internacionales y el superávit fiscal y externo) se traduce en una menor carga de los pagos sobre las cuentas nacionales. A su vez,

entienden que la independencia respecto del endeudamiento externo y el cambio en la composición de la deuda, incidieron a su vez en la dinámica política, pues implica el debilitamiento en la capacidad de condicionamiento estructural de los acreedores, las instituciones que alentaron sus intereses como el FMI y el sector financiero en general, permitiendo un mayor grado de autonomía del Estado nacional. Sin embargo, es necesario señalar que estos estudios también plantean dudas respecto del proceso abierto, llamando la atención sobre la sustentabilidad y los límites de la llamada “política de desendeudamiento” frente al deterioro en las cuentas fiscales y externas. Los autores del segundo grupo –Lo Vuolo (2005), Giuliano (2006), Lo Vuolo y Seppi (2008), Varesi (2008), Müller (2013), Olmos Gaona (2013) y Cantamutto (2014)- difieren, en diversos grados, en las valoraciones respecto al proceso de reestructuración. Desde el punto de vista económico discuten la idea de desendeudamiento y los alcances de la quita obtenida, pues entienden que el stock de deuda pública continuó aumentando como consecuencia de las características de algunos de los instrumentos vigentes (los bonos indexados por CER y los cupones PBI), el incremento de la deuda intra-estatal, las fluctuaciones del tipo de cambio y la capitalización de intereses, por lo que concluyen que los efectos de la quita obtenida se moderaron o anularon. Algunos de ellos incluso critican fuertemente la estrategia gubernamental (especialmente Giuliano y Olmos Gaona), pues juzgan que ha mantenido la dependencia respecto del endeudamiento externo y los acreedores, y ha validado una deuda ilegítima en su origen. Sin embargo, estos trabajos no profundizan sobre la influencia de las estrategias sobre la revisión de las condiciones de repago de la deuda, ni tampoco profundizan en otros aspectos de los mismos (como, por ejemplo, el andamiaje legal que determinó el posterior desarrollo del proceso de negociación).

Finalmente, encontramos aquellos análisis que se ocupan de la disputa judicial entre la Argentina y los tenedores de bonos que no aceptaron ingresar a los canjes de deuda (*holdouts*) algunos de ellos denominados “fondos buitres”, que iniciaron muy tempranamente litigios en los tribunales de Nueva York. El desarrollo del conflicto, las posiciones de los diferentes actores y las consecuencias potenciales de las sentencias judiciales sobre futuras reestructuraciones de deuda se encuentran en el centro de la discusión académica y jurídica. Los análisis sobre este aspecto del proceso argentino son, en la mayoría de los casos, producidos en el extranjero – Miller y Thomas, 2006; Olivares Caminal (2011), Muse-Fisher (2014), Samples (2014), Alfaro (2015), Porzecanski (2016)- encontrándonos con escasos trabajos a nivel local, como los de

Araya y Tuculet (2014); Kupelian y Rivas (2014); Alvarez y Adelardi (2015) y Cruces (2016). Sobre este conflicto, encontramos también varias investigaciones periodísticas locales, como las de Burgueño (2013), Laudonia (2013) y Kanenguiser (2014), que abordan diferentes dimensiones del mismo (las características de los litigantes, las acciones del gobierno durante las negociaciones previas, la sucesión de hechos que llevaron al *default* técnico), sin llegar a abordar su resolución.

A pesar de la importancia de los fenómenos bajo análisis, existe una vacancia para los trabajos que repasan los posicionamientos de los diferentes actores involucrados de manera exhaustiva, dan cuenta de la heterogeneidad de comportamientos al interior del grupo acreedor y reconstruyen la dinámica de acciones y reacciones, y su influencia sobre las actuaciones de las partes. Así, el análisis del proceso de negociaciones entre Argentina y los acreedores privados sobre la reestructuración de deuda de 2005 constituye un aporte relevante y original para la literatura sobre la temática.

## **1.2 Marco teórico. El enfoque estratégico de las negociaciones económicas internacionales para el análisis de las reestructuraciones de deuda: un cruce entre la sociología económica y la economía política internacional**

Nuestro estudio se inscribe dentro de los campos de la sociología económica y la economía política internacional en tanto se ocupa de temáticas en las cuales existe un solapamiento entre ambas miradas disciplinares: la acción económica de los actores sociales y la dimensión política de las relaciones económicas entre actores estatales y no estatales en la arena internacional. Este *cruce* es productivo pues permite abordar diversos aspectos de la problemática, desde miradas complementarias. Por un lado, “las reestructuraciones de deuda soberana son un campo que exhibe algunas de las principales tensiones que son de interés para los economistas políticos: aquellas existentes entre países desarrollados y emergentes, entre actores estatales y no estatales; y entre estados y mercados” (Kamlani, 2008, traducción nuestra). Por otro, al analizar las negociaciones, nos ocupamos de las decisiones estratégicas que los actores toman en el contexto de un proceso de interacción permanente, considerando sus acciones y su capacidad de agencia en el marco de una racionalidad limitada, tal como lo aborda la sociología económica. Si bien la relación entre los actores estatales y no estatales en una instancia de negociación es esencialmente política, en el caso de las reestructuraciones de deuda la dimensión económica de la acción aparece como central. En este sentido, la cooperación entre las tradiciones de la economía política y la sociología económica es

fructífera para analizar nuestro objeto pues, como dicen Beckert y Streeck (2008), “la primera se beneficia de una micro-fundación más explícita en (...) la acción y la segunda de una consideración más sistemática de la política y el Estado” (3, traducción nuestra).

En tanto nos interesa analizar el proceso de negociación entre el gobierno argentino y los acreedores privados, creemos pertinente abordarlo desde una perspectiva de análisis estratégico que recupere múltiples aportes en torno a las negociaciones económicas internacionales. El enfoque estratégico es pertinente en dos sentidos: primero, porque permite entender el accionar de los actores estudiados como respondiendo a una orientación particular en la búsqueda de alcanzar ciertos objetivos (no entendidos como fijos y determinados, en nuestro caso); segundo, porque habilita el análisis dinámico de la influencia de los comportamientos de los actores sobre el desarrollo y los resultados de los procesos. Presentaremos, además, algunas precisiones sobre la deuda pública, los procesos de reestructuración y las características actuales de los acreedores privados.

### **1.2.1 Deuda pública, *default* y reestructuración**

La existencia y sostenimiento de los Estados nacionales, así como la realización de sus diferentes funciones, exigen la captación de recursos económicos y financieros a través de múltiples medios o canales: el cobro de impuestos, la venta de bienes y servicios, la emisión monetaria o el endeudamiento (Chapoy Bonifaz, 1973). Este último mecanismo redundante en el surgimiento y consolidación de la llamada *deuda pública* que está constituida por el conjunto de compromisos financieros asumidos por el Estado a favor de terceros, sean estos acreedores privados u oficiales, internos o externos (De Lucchi, 2014). Dichas obligaciones se denominan “servicios de la deuda pública” y están compuestas por las amortizaciones del capital, los intereses y las comisiones y gastos que se comprometen al formalizar las operaciones de crédito público (Ministerio de Economía, s/f)

Existen diversas maneras de catalogar y diferenciar los pasivos públicos. Según De Lucchi (2014), la deuda soberana puede clasificarse de acuerdo al tipo de instrumento (créditos, títulos); la legislación a la cual se someten los contratos (ley extranjera/ley doméstica); la denominación monetaria de la emisión (moneda extranjera/moneda doméstica), el plazo de vencimiento o madurez (corto plazo/largo plazo) y la residencia

del acreedor (externa/interna).<sup>4</sup> Para Panizza (2008) esta diferenciación entre deuda externa y doméstica presenta mayores complejidades en términos conceptuales y prácticos, pues actualmente pueden usarse tres criterios para discriminar entre ambas. El primero se enfoca en la moneda en la que se emiten los pasivos, siendo externos los nominados en moneda extranjera. Esta definición presenta problemas ya que numerosos países emiten deuda en moneda extranjera en el mercado doméstico, algunos han empezado a emitir pasivos en moneda doméstica en los mercados internacionales, e incluso otros han adoptado como moneda propia una que es emitida por otro gobierno. El segundo pone el foco en la residencia del acreedor, siendo la externa la que está en manos de no residentes. Si bien esta definición es la generalmente adoptada por los compiladores oficiales de estadísticas de endeudamiento y tiene sentido conceptual en tanto da cuenta de transferencia de recursos entre residentes y no residentes, es casi imposible de aplicar en el actual contexto donde la deuda en bonos es adquirida por inversores externos en el mercado doméstico, y viceversa. La tercera responde al lugar de emisión y la jurisdicción que regula los contratos, siendo la externa la emitida en el exterior y bajo ley extranjera. Actualmente, dadas las dificultades señaladas en el punto anterior, muchos países informan sus cifras oficiales de deuda interna y externa discriminando la información de acuerdo a la jurisdicción de emisión. Aunque esto no coincida con el propósito teórico originario, resulta más fácil y no conlleva malos entendidos. Incluso algunos autores proponen hablar de deuda internacional (emitida en mercados internacionales) para adecuar la denominación a los datos recolectados como “deuda externa” (Panizza, Sturzenegger y Zettelmeyer, 2010). Más allá de las diferentes clasificaciones, en el caso de los países emergentes, podemos encontrar dos fuentes de vulnerabilidad: la denominación en moneda extranjera y el vencimiento en el corto plazo. De esta forma, cuando en la estructura de endeudamiento público predominan las obligaciones en moneda extranjera y de corto plazo, aumentan las probabilidades de cesaciones de pago (Borenztein et al., 2007).<sup>5</sup>

A lo largo de la historia se observa que recurrentemente los Estados se ven incapacitados de atender la totalidad de los servicios derivados de los pasivos, por lo

---

<sup>4</sup> La moneda y la maduración son fundamentales en términos financieros. La residencia de los acreedores y la legislación bajo la que estén sometidos los contratos, al igual que los términos y cláusulas de los mismos, adquieren gran relevancia frente a casos en la que los acreedores entablan demandas judiciales.

<sup>5</sup> De acuerdo a De Lucchi (2014) la principal problemática para países emergentes como la Argentina es la vulnerabilidad externa relacionada con la deuda denominada en moneda extranjera, a la que debería sumarse la problemática de la maduración de ésta. La deuda en moneda doméstica, cualquiera sea su plazo, no sería un problema en tanto se puede emitir moneda local para atenderla (aquí no interesan los efectos macroeconómicos de esa emisión).

que interrumpen los pagos a sus acreedores (Bohoslavsky, 2009).<sup>6</sup> El incumplimiento (total o parcial) de estas obligaciones estatales se denomina cesación de pagos o *default* soberano<sup>7</sup> (Das et al., 2012). Existen diferentes definiciones de *default*: desde el punto de vista legal, un evento de *default* es un episodio en el cual no se concreta el pago de un servicio de deuda (principal o intereses) dentro del período de gracia establecido en los contratos; las agencias de riesgo crediticio también consideran *default* técnico al episodio en el cual el estado deudor presenta una oferta de reestructuración en términos menos favorables a los de la deuda original (Hatchondo, Martínez y Sapriza, 2011).

A pesar de la recurrencia de las moratorias estatales y de la importancia de la deuda soberana como clase de activos, no existe una normativa válida internacionalmente que establezca principios y reglas para enmarcar los procedimientos a seguir en caso de *default*. Si durante el siglo XIX y principios del XX los acreedores utilizaban la fuerza o la amenaza de su uso para asegurar el pago de sus acreencias,<sup>8</sup> desde la Gran Depresión las crisis de deuda soberana se han resuelto a través de negociaciones entre los países acreedores y los prestatarios, a menudo con un importante involucramiento de los acreedores o de las instituciones financieras internacionales, donde aquellos predominan. Estas negociaciones se han caracterizado por su carácter *ad-hoc* y por el bajo grado de sistematización en las reglas internacionales (Sachs, 2002).

En el estadio actual de la globalización financiera, donde predomina el financiamiento estatal vía la colocación internacional de bonos al sector privado, el mecanismo vigente para la resolución de *defaults* es el canje de deuda. El canje supone negociaciones con participación voluntaria de los acreedores (Blackman Mukhi, 2010) en torno a la presentación de una oferta por parte del deudor con la finalidad de lograr una *reestructuración* de las obligaciones, es decir, establecer nuevas condiciones de pago.<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> Estos episodios, en general, son precedidos por *booms* de préstamos y endeudamiento (Sturzenegger y Zettlemeyer, 2006), a los que le sigue el racionamiento del crédito desencadenante inmediato del *default* (De Lucchi, 2014).

<sup>7</sup> En la mayoría de las ocasiones el *default* afecta a los acreedores privados o bilaterales, dado el carácter preferencial de la deuda con los organismos multilaterales de crédito.

<sup>8</sup> Lo cual terminó con la implantación de la llamada “doctrina Drago” a principios del siglo XX. Formulada por Luis María Drago, ministro de Asuntos Exteriores argentino, la misma establecía que la deuda pública de un Estado no puede ser argumento para justificar la agresión militar ni la ocupación de su territorio, por atentar contra el derecho internacional (Ugarteche y Acosta, 2003).

<sup>9</sup> La reestructuración no siempre es precedida por un episodio de incumplimiento. En ocasiones, las reestructuraciones son preventivas, esto es, se establecen nuevas condiciones de pago a los fines de evitar un *default*. Ver Borenztein y Panizza (2008) y Asonuma y Trebesch (2015).

Podemos distinguir dos elementos principales en una reestructuración: la reprogramación y la reducción. Por un lado, la reprogramación de deuda consiste en el alargamiento de los vencimientos (*maturities*), pudiendo involucrar intereses más bajos. Las reprogramaciones implican alivio para el deudor en tanto postergan los pagos hacia el futuro. Por otra parte, la reducción de deuda se define como la disminución del capital o valor nominal (*face value*) a partir de la instrumentación de una quita. Su objetivo es disminuir la carga de compromisos del deudor.<sup>10</sup> Estos elementos pueden darse por separado (por ejemplo, reestructuraciones que sólo involucran reprogramación, sin reducción como el caso uruguayo de 2003) o conjuntamente (el canje argentino que aquí nos ocupa).

El canje de deuda como proceso supone, en términos estilizados, varias etapas (Das et al., 2012):

- se inicia con la entrada en *default* o el anuncio de una reestructuración;
- le sigue un período de “preparación” de la oferta, que puede tomar meses o años. Junto con asesores financieros y legales, se verifican las características de la deuda en mora (estructura, stock, perfil, valor de mercado, cláusulas legales) y se realiza un análisis de sustentabilidad que servirá de base a la presentación de la propuesta de canje. Esta etapa suele estar acompañada por un programa de ajuste macroeconómico y el monitoreo de la situación financiera del país por parte del sector oficial (más específicamente, el FMI). En esta instancia tienen lugar las negociaciones formales e informales con los acreedores que pueden incidir en grados variables sobre las características de la oferta;
- luego de la “preparación”, tiene lugar la presentación efectiva de la oferta, que incluye el establecimiento de un calendario con un *deadline* para la aceptación y el anuncio del umbral mínimo de adhesión;
- una vez conocida la oferta, los acreedores deben elegir si aceptar o rechazar las nuevas condiciones de pago lo que, a nivel agregado, resultará en un determinado nivel de adhesión, que puede superar o no el umbral mínimo de aceptación establecido por el gobierno para considerar a la operación exitosa;

---

<sup>10</sup> La implementación de quitas disminuye el stock de capital a ser pagado por el deudor, e implica el reconocimiento de la reducción del valor de los activos en manos de los acreedores, reflejando (en grados variables) la cotización a la que son negociados en los mercados secundarios (Caputo, 2012).

- finalmente, se lleva a cabo el canje de los viejos instrumentos (en mora efectiva o con posibilidades de entrar en moratoria) por los nuevos con los que se da por finalizada la operatoria (Das et al. 2012).

Respecto de este esquema, debemos realizar algunas especificaciones. En primer lugar, es fundamental tener en cuenta las características de la oferta. Además de las consideraciones respecto a su sustentabilidad,<sup>11</sup> la propuesta presentada contiene una serie de incentivos positivos para los inversores (“zanahorias” o “endulzantes”) y medidas para hacer menos atractivos los viejos bonos (“garrotes”). Los alicientes presentes en el diseño de la oferta, monetarios (por ejemplo, pagos en efectivo) o legales (por ejemplo, cláusulas de salida), buscan un equilibrio entre costos y beneficios para desincentivar la conducta *holdout* y así, lograr una alta tasa de adhesión entre los acreedores (Andritzky, 2006). Si bien el diseño financiero es central, las especificaciones sobre las condiciones legales de la emisión de títulos son también importantes dentro del plan general del canje. La incorporación de elementos novedosos (como la cláusula RUFO<sup>12</sup> y la creación de un mecanismo para proteger los flujos de pago de los bonos nuevos) a las disposiciones estándar de los contratos (la renuncia a la inmunidad soberana, el sometimiento a la legislación extranjera, la cláusula *pari passu*) tendientes a proteger los intereses de los inversores y lograr mayores niveles de participación, buscan al mismo tiempo dificultar el accionar litigioso de los llamados *fondos buitres* o los perjuicios que sus demandas puedan tener para los *holdins*.<sup>13</sup>

En segundo lugar, y a pesar de su importancia primordial, el diseño de la oferta del canje no es el único factor que asegura el éxito de la operatoria. En el marco de esta lógica de resolución de las moratorias soberanas, la duración, resultados y alcances de las reestructuraciones son contingentes. En este punto, es fundamental considerar las características de los actores involucrados (especialmente, de los acreedores afectados) y las estrategias que éstos implementen durante las negociaciones.

---

<sup>11</sup> Una reestructuración debe tener por objetivo mejorar el perfil y asegurar la sustentabilidad de la deuda, es decir, que el Estado cuente con la capacidad para atenderla en el mediano y largo plazo (BCE, 2012) Sin embargo, en numerosos casos los canjes no supusieron un alivio sustancial para los deudores, lo que requirió la implementación de series de reestructuraciones subsecuentes.

<sup>12</sup> Corresponde a las siglas de Rights Upon Future Offers, cláusula que estipula que, si hasta el 31 de diciembre de 2014, la Argentina efectuaba voluntariamente una oferta de compra o canje de los títulos en manos de *holdouts*, daba derecho a bonistas *holdin* a canjear los títulos en su poder por unos nuevos en iguales términos a los resultantes de la modificación o a una contraprestación en efectivo o en especie (Decreto 1735/2004, Anexo I: suplemento de prospecto)

<sup>13</sup> No obstante, es necesario señalar que la eficacia de estos mecanismos puede ser limitada, como lo muestra la reciente experiencia de la Argentina en los tribunales de Nueva York.

## 1.2.2 El perfil de los acreedores privados y su acción colectiva durante los procesos de restructuración

Los acreedores de los países en desarrollo constituyen un universo diverso. Una primera división que podemos realizar al interior del mismo es, siguiendo a Bruno (2004), entre acreedores oficiales y acreedores privados. Los oficiales incluyen tanto a las instituciones financieras internacionales y multilaterales (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo) como a los países agrupados en el Club de París.

Desde la globalización financiera iniciada en la mencionada década se observó una transformación profunda del sistema monetario y financiero internacional, lo que repercutió a su vez sobre las características y estructura del crédito soberano y, en consecuencia, sobre la composición del espacio acreedor.

Desde entonces, la deuda soberana con privados creció en magnitud, aumentando su importancia relativa dentro del conjunto. A su vez, esta deuda con actores no oficiales experimentó cambios, tanto de instrumentos como de prestadores. Durante los años '70 y los '80 los prestamistas fueron los bancos comerciales liderados por las principales entidades transnacionales que otorgaban financiamiento a través de los llamados préstamos sindicados. Desde los '90, con la titularización de la deuda soberana implementada con el Plan Brady, la emisión internacional de bonos soberanos y el fortalecimiento del mercado secundario de deuda,<sup>14</sup> la figura del bonista se convirtió en la predominante.

Bajo la categoría de “tenedor de títulos” se subsumen una multiplicidad de actores muy disímiles entre sí, virtualmente anónimos y dispersos geográficamente. Siguiendo a Caputo (2012), podemos diferenciar entre inversores<sup>15</sup> minoristas e institucionales. Los primeros son personas físicas, individuos con grandes fortunas personales o pequeños ahorristas que no colocan sus fondos en una institución, sino que actúan directamente en el mercado, en general asesorados por los bancos comerciales en los que están sus ahorros. Los segundos son instituciones organizadas profesionalmente<sup>16</sup> que captan los fondos de los ahorristas, que son administrados por *managers* con el objetivo de obtener mayores beneficios.

---

<sup>14</sup> El mercado secundario es aquel en que los diferentes instrumentos financieros previamente emitidos (incluyendo los títulos de deuda pública) son comerciados. Se diferencia del mercado primario, que es aquel en el que se realizan en primera instancia las colocaciones entre los inversores (Caputo, 2012).

<sup>15</sup> El autor los define como actores que captan ahorro a nivel individual o a través de instituciones.

<sup>16</sup> Pueden ser fondos de pensión, fondos de inversión, aseguradoras, entre otros.

Esta heterogeneidad del grupo acreedor supone divergencias en los montos que manejan y la información que administran, así como también en el nivel de los intereses y las estrategias de inversión. Por un lado, los inversores institucionales manejan importantes volúmenes de fondos, poseen acceso privilegiado a información y a redes de contactos e influencia. Además, tienen una variedad de estrategias de inversión (pasivas y activas, que pueden llegar a ser altamente sofisticadas) que se inscriben en diferentes horizontes temporales. En tanto deben rendir cuentas periódicamente, cumplir con sus objetivos de inversión y mantener el valor de su cartera, en un contexto en que el valor de mercado de los títulos de deuda fluctúa permanentemente, los *managers* deben ajustar permanentemente sus estrategias a esos cambios (Caputo, 2012; Santiso, 2005). Por otro lado, los minoristas tienden a operar con montos mucho menores, tomar decisiones de inversión poco sofisticadas, cuentan con información limitada (pues dependen de la que les sea suministrada por sus asesores) y muchos son del tipo *buy to hold*, es decir, compran para mantener el título en el tiempo y lograr una renta a partir de los cupones y las amortizaciones (Cruces, 2016).

Según Bruno (2004), podemos también dividir a los tenedores privados a su vez en dos tipos: los tenedores de títulos emitidos bajo las leyes internacionales y los tenedores de títulos emitidos bajo ley local, pudiendo ambas categorías ser tanto minoristas como institucionales.

Esta heterogeneidad de composición y tenencias agregan complejidad al escenario de la negociación, repercutiendo sobre el tipo de vínculo que los inversores establecen con los países deudores y sobre las posibilidades de organización colectiva de estos actores. Esta complejidad, a su vez, se ve potenciada por la erosión sufrida en el principio de inmunidad soberana,<sup>17</sup> la cual, permitiendo a los acreedores demandar judicialmente a los estados en las jurisdicciones bajo cuya ley fueron emitidos los bonos, crea incentivos para la acción individual y la competencia entre acreedores, desincentivando a su vez no

---

<sup>17</sup> La doctrina de la inmunidad soberana establece que los estados gozan de ésta bajo dos formas: la inmunidad de jurisdicción y de ejecución. Mientras la primera está ligada a la imposibilidad de que un estado extranjero sea sometido a juicio ante los tribunales de otro, la segunda se define como la imposibilidad de que los activos de un país extranjero sean objeto de medidas de ejecución por los órganos de otro estado. Hasta mediados del siglo XX, prevaleció una interpretación absoluta de esta doctrina que protegía a los estados de sus acreedores. (Kupelian y Rivas, 2014). Hasta los setenta no existía ninguna interpretación formal de la doctrina de la inmunidad soberana en lo que respecta a la toma de crédito. En esa década aparecen la Foreign Sovereign Immunities Act (Estados Unidos, 1976) y la State Immunity Act (Inglaterra, 1978) que establecen que las acciones de los gobiernos que pueden ser interpretadas como comerciales quedan sujetas a la ley comercial. Estas leyes habilitaron el inicio de demandas por parte de los acreedores y, posteriormente, los fallos a favor de los inversores fueron sentando la jurisprudencia que limitó progresivamente el alcance de dicho principio (Kamlani, 2008)

sólo la participación en organizaciones colectivas, sino también en las negociaciones con los gobiernos deudores.<sup>18</sup> De esta forma, los prestamistas pueden mantenerse al margen en el proceso de negociación (*holdout*), ya sea porque deciden esperar el establecimiento de mejores condiciones de reembolso sin afrontar los costos iniciales del involucramiento, o iniciar acciones legales para el cobro de las acreencias (como los fondos *buitre*).<sup>19</sup>

Esta divergencia de características y orientaciones de los acreedores es señalada como una de las principales dificultades de los procesos reestructuraciones en la actualidad. La existencia de un grupo difuso de bonistas, marcado por la heterogeneidad de composición y la variabilidad de intereses aparece como un problema, pues podría incentivar la conducta *holdout* y perjudicar al deudor (Gelpern y Gulati, 2009). Desde 2003, con la incorporación de las primeras cláusulas de acción colectiva (CACs) en los contratos de deuda se establecieron mecanismos legales para la toma de decisiones por parte de mayorías calificadas de acreedores. Sin embargo, las mismas no suponen la organización de la representación colectiva de carácter político que canaliza demandas durante los procesos de negociación. A pesar de las diferentes consideraciones sobre la eficacia de estas organizaciones (Flandreau, 2013; Eichengreen y Portes, 1988; Kamalani, 2008), lo que caracterizó a otras etapas históricas fue la actuación de instituciones representativas de prestamistas que encararon las negociaciones con los gobiernos deudores en la arena política internacional, en general con la intervención del sector oficial.<sup>20</sup>

Al igual que las organizaciones empresarias, los movimientos sociales o los grupos de presión que actúan a nivel de las naciones, en el caso argentino los acreedores privados alcanzados por el *default* se organizaron colectivamente en una multiplicidad

---

<sup>18</sup> Decimos que la participación y adhesión de los acreedores a los canjes de deuda puede verse limitado por las posibilidades ofrecidas por la vía judicial, pues ésta puede reportarles potencialmente a los acreedores que tengan los recursos para llevarla a cabo, mayores beneficios (en el largo plazo) que entrar en negociaciones que les significarán, seguramente, algún nivel de pérdida patrimonial.

<sup>19</sup> Los llamados “fondos buitres” son fondos de inversión especializados en hacer negocios en economías altamente endeudadas. Aunque también adquieren deuda corporativa, su accionar más controversial se relaciona con los títulos de deuda pública. La estrategia de negocios “*buitre*” es altamente agresiva, pues prevalece la negociación confrontativa y tiene escaso lugar la cooperación. La operatoria comienza en el mercado secundario de deuda con la compra de bonos soberanos con un gran descuento sobre su valor nominal. Una vez comenzadas las negociaciones entre los gobiernos y sus acreedores para la reestructuración de los pasivos, los *buitres* rehúsan participar (constituyéndose en *holdouts*) e inician acciones judiciales en los tribunales de la jurisdicción bajo cuya ley se emitieron los títulos (principalmente, Nueva York y Londres) en las que reclaman el principal, los intereses acumulados y los punitivos, para así obtener considerables dividendos, imposibles de conseguir mediante mecanismos de mercado (Nemiña, 2014)

<sup>20</sup> Por ejemplo, la Corporation of Foreign Bondholders (CFBH) inglesa existente entre los años 1868 y 1988 y el Foreign Bondholders Protective Council (FBPC) norteamericano creado en 1933.

de comités que pretendieron convertirse en los interlocutores privilegiados del gobierno e influir sobre los diferentes actores e instituciones de la negociación en el plano internacional.<sup>21</sup> Entendemos que éstos constituyeron formas de articulación y expresión de la acción colectiva de individuos o empresas que se agruparon para la defensa de sus intereses y desplegaron múltiples conductas en la arena pública (Dossi, 2010).

Al igual que las corporaciones empresarias, las agrupaciones de tenedores de títulos públicos son asociaciones voluntarias cuyos miembros comparten, como mínimo, determinados intereses materiales que defienden y buscan hacer avanzar a través de las mismas (Dossi, 2010). El interés de tipo económico es central en el caso de este tipo de agrupación, pues su organización tuvo como objetivo fundamental la defensa de los derechos patrimoniales de sus miembros frente a las posibilidades de una quita en los títulos. La magnitud y tipo de pérdida que están dispuestos a validar varía entre los diferentes grupos, y se refleja en el tipo de estrategia con la que enfrenten la negociación.

En este sentido, en tanto los diferentes grupos de acreedores y los gobiernos de los países deudores poseen objetivos particulares, las negociaciones suponen cierta organización estratégica de las líneas de acción, que no serán fijas, sino que estarán sujetas a las contingencias propias de la dinámica conflictiva entre actores, las relaciones de fuerza y el contexto local e internacional en que se desarrollen. De allí, entendemos que es adecuado el enfoque estratégico de las negociaciones económicas internacionales.

### **1.2.3 La perspectiva estratégica en las negociaciones económicas internacionales para el estudio de los procesos de reestructuración**

La reestructuración de deudas soberanas supone la negociación entre acreedores y deudores para establecer nuevas condiciones de repago. El conflicto es propio de este tipo de procesos en tanto existen intereses contrapuestos. Aunque las partes participantes convengan en la necesidad de reestructurar la deuda para poder “normalizar” el flujo de pagos, hay desacuerdos en torno a las nuevas condiciones en las que debe suceder. En términos estilizados tenemos, por un lado, al gobierno deudor, que busca obtener una disminución sustancial en sus compromisos financieros, reduciendo

---

<sup>21</sup> Si bien existen claras diferencias entre estas formas de organización de la acción colectiva, comparten con los cuerpos representativos de bonistas su carácter de actores de la arena política y su búsqueda de influir sobre el sistema político o los actores presentes en el mismo (el gobierno del país deudor, el FMI)

el stock, los intereses y alargando los plazos de pago. Por su parte, los acreedores, aunque estén dispuestos a aceptar pérdidas, querrán que las mismas sean moderadas, procurando que los términos de reembolso se acerquen lo más posible a las originales.

Para analizar estos procesos creemos pertinente valernos de algunos de los elementos presentes en la teoría de las negociaciones económicas internacionales presentada por Odell (2000) y de los aportes realizados al enfoque estratégico por Nemiña (2011a y 2011b).<sup>22</sup> También se recuperan algunos elementos de otros autores, como Putnam (1996) y Kamlani (2008).

De acuerdo con Nemiña (2011b) podemos concebir a la relación entre países deudores y acreedores como un conflicto en el que la negociación funciona como mecanismo de resolución. La negociación puede caracterizarse como, por un lado, un proceso interdependiente de toma de decisiones en el que el resultado no puede ser controlado por ninguna de las partes intervinientes, sino que refleja una decisión colectiva;<sup>23</sup> y por otro, como un proceso interactivo entre dos o más partes, en el cual coexisten intereses comunes y en conflicto.

Para Odell (2000), de manera análoga, la negociación es una secuencia dinámica y cambiante de acciones estratégicas en la cual dos o más partes realizan demandas y propuestas con la finalidad de llegar a un acuerdo. En este sentido, la negociación no es una conducta manipuladora diseñada por el negociador para obtener ventajas del oponente; tampoco se concibe a las opciones de acción en una dicotomía que las reduzca a la mera cooperación, por un lado, y a las imposiciones o la coerción, por el otro. Si bien existen desequilibrios y desigualdades entre los actores, la cooperación, la imposición y la influencia están presentes en todo proceso de negociación en grados diferentes, por lo que deben analizarse en cada caso concreto.

La negociación económica internacional es un tipo particular de negociación. Es internacional porque participan, por un lado, un gobierno nacional y por otro, una contraparte (gubernamental o privada) extranjera respecto del país considerado. Es económica porque las demandas, ofertas y acciones de las partes están referidas a cuestiones económicas (la producción, el movimiento o el intercambio de bienes,

---

<sup>22</sup> Ninguno analiza los procesos de reestructuración de deuda soberana con acreedores privados. Odell aplica su esquema a las negociaciones comerciales entre estados, mientras Nemiña se ocupa de las relaciones entre el FMI y los países tomadores de crédito. Si bien las características, acciones y objetivos de los organismos multilaterales son diferentes a los de actores privados, así como las relaciones entre estados son diferentes a las relaciones de éstos con privados, entendemos que los elementos conceptuales de ambos autores son operativos al momento de analizar negociaciones como las que nos ocupan aquí.

<sup>23</sup> De hecho, la configuración y el resultado del proceso de negociación se derivan de las decisiones estratégicas de los autores (Nemiña, 2011b: 91)

servicios e inversiones, entre otros). El carácter económico de las negociaciones refiere a los asuntos o cuestiones sobre los que las partes discuten explícitamente, no los objetivos que los negociadores tienen en mente, que pueden exceder lo meramente económico, ser múltiples y de diverso tipo. El tipo de negociación que nos ocupa (la llevada adelante para reestructurar la deuda soberana) es el bilateral (Schwarcz, 2012), en tanto existen dos partes que participan de manera directa en la negociación y tienen intereses sobre los asuntos en discusión. Sin embargo, es necesario señalar que la parte acreedora no siempre es unificada y monolítica, pues (dada la heterogeneidad ya señalada) puede estar compuesta por múltiples grupos y organizaciones.<sup>24</sup>

Para poder estudiar los episodios concretos de negociación debemos identificar los *asuntos en discusión, las partes involucradas, los objetivos, las estrategias y los resultados*.

Los **asuntos en discusión** tienen que ver con las condiciones del reembolso de la deuda en moratoria, los que pueden incluir el regateo en torno al monto de la quita sobre el capital, el reconocimiento de intereses atrasados y el monto del superávit primario necesario para atender la totalidad de las obligaciones, entre otros.

En relación a las **partes involucradas**, en tanto se trata de una negociación bilateral, encontramos a los acreedores y al gobierno deudor. El campo acreedor alcanzado por una cesación de pagos no siempre es un conjunto homogéneo –como ya vimos–, sino que puede estar constituido por una multiplicidad de instituciones, empresas e individuos, con muy diversos niveles de organización, unificación y formalización.<sup>25</sup>

Como contraparte, encontramos al gobierno deudor, como representante de un Estado nacional frente a los acreedores. A pesar de que ciertas perspectivas consideran al Estado como una realidad unificada, racional y monolítica (Buzzan, 1996) creemos el gobierno debe ser considerado como un actor colectivo que no está exento de contradicciones ni de conflictos en su interior (Evans, Jacobson y Putnam, 1993). Conflictos dados por las diferentes visiones que los funcionarios puedan poseer sobre, por ejemplo, los lineamientos estratégicos a seguir en las negociaciones o la orientación

---

<sup>24</sup> Esta complejidad, sin embargo, no debe hacernos pensar en la negociación para la reestructuración de deuda como una de tipo multilateral, que presenta características bien distintas. En general, tienen lugar en foros internacionales. Además involucran numerosas partes con diferentes roles, una multiplicidad de asuntos a tratar, opciones fijas sobre las que se vota a favor o en contra, y tienen como resultado la creación de normas, más que la distribución de bienes o valor (Zartman, 1994).

<sup>25</sup> En el caso argentino, esta heterogeneidad se refleja en la aparición de numerosas organizaciones representativas<sup>25</sup> constituidas *ad hoc* frente al episodio concreto de *default* en 2001, con intereses, reclamos y orientaciones diversos. Las mismas se convirtieron en la contraparte del gobierno nacional durante el proceso de negociación.

de la política económica. En este sentido, el estudio de la actuación estatal debe considerar la dinámica interna que tiene por resultado el establecimiento y mantenimiento de una determinada línea de acción durante la reestructuración.

Para poder hacer operativa la investigación, nos centraremos en el análisis de las acciones de los negociadores que representan a las partes, esto es, de los principales funcionarios del gobierno nacional y de los referentes de los acreedores.<sup>26</sup>

Además, estudiaremos la incidencia de las conductas de los actores indirectamente involucrados, presentes en el plano interno y externo, sobre la dinámica de negociación fundamental entre las organizaciones acreedoras más representativas<sup>27</sup> y el gobierno. Los procesos de reestructuración de deuda involucran directamente a los participantes del contrato, pero también suponen la participación e influencia (en grados variables) de terceros actores, como los gobiernos de los países centrales, de los países de origen de los acreedores, y los organismos multilaterales.

Las conductas desplegadas por los negociadores son entendidas en términos de **estrategias**, esto es, como un conjunto de comportamientos observables, asociados con un plan para alcanzar algún objetivo a través de la negociación. En este marco, las tácticas son las acciones particulares que conforman una estrategia. Cualquier estrategia, cuando es implementada, necesariamente se adapta a las características especiales de la situación, por lo cual una estrategia puede contemplar diferentes tácticas en vistas a alcanzar ciertos objetivos (Odell, 2000).

Como dijimos anteriormente, los **objetivos** pueden ser múltiples y de diverso tipo: económicos (obtener ganancias o evitar sufrir pérdidas), políticos (obtener o mantener el apoyo político en el plano interno) o relacionales (incrementar la influencia de la propia parte sobre la/s otra/s parte/s). Debemos remarcar que estos objetivos no son siempre consistentes entre sí ni pueden considerarse como fijos, pues los negociadores de cualquiera de las partes pueden variar sus prioridades de acuerdo al asunto de que se trate, las condiciones contextuales o por el propio desarrollo del proceso de negociación. Los objetivos son, para ambas partes y en un sentido amplio, lograr las mejores condiciones posibles de acuerdo a sus intereses. Mientras para los acreedores el interés es predominantemente económico, es decir, desean asegurarse los pagos y lograr la

---

<sup>26</sup> Para nuestro caso particular de estudio, el análisis será más complejo que el de otras negociaciones bilaterales, pues se deberá tener en cuenta las variaciones en las acciones de la multiplicidad de representantes de acreedores.

<sup>27</sup> No trabajaremos con la totalidad de las organizaciones acreedoras, sino con aquellas que consideramos las más importantes, en términos de permanencia en el tiempo y visibilidad durante su participación en las negociaciones.

menor pérdida posible en sus derechos patrimoniales, para el gobierno los intereses son múltiples. Si bien podemos postular que uno de los objetivos de una administración que negocia consiste en obtener condiciones financieras favorables y sustentables, también existen otros de tipo político y social, importantes especialmente (aunque no exclusivamente) en el plano doméstico.<sup>28</sup>

Finalmente, debemos diferenciar los objetivos de los **resultados**, pues el concepto de resultado en una negociación internacional refiere a los términos del acuerdo alcanzado entre las partes, acuerdo que supone diversos niveles de ganancias o pérdidas relativas para cada una de ellas, o lo que es lo mismo, un determinado resultado distributivo. Si bien la identificación de ganadores y perdedores relativos en función del “reparto de la torta” es central, no debemos perder de vista otras dimensiones que son importantes, como la referida a la participación o adhesión lograda entre los acreedores, -lo que es indicador del “éxito” de la reestructuración- y la contractual-legal, fundamental para limitar potenciales demandas judiciales, en un contexto internacional de crecimiento de la litigiosidad de ciertos grupos de acreedores *holdout*.

#### **1.2.4 Tipos de estrategia, posición negociadora y estilo de negociación**

Como el término **estrategia** está ampliamente utilizado para describir diferentes patrones de comportamiento de los actores, aquí suponemos que las opciones varían a lo largo de un espectro o gradiente comprendido entre dos tipos ideales: Odell denomina a estos polos “*estrategia distributiva o demandante de valor pura*” e “*integrativa o creadora de valor pura*”, mientras Nemiña (2011a y 2011b) las llama “*confrontativa*” y “*cooperativa*”, respectivamente. En ambos casos se parte de la existencia de un valor a ser repartido. Por *comportamiento demandante de valor, estrategia distributiva pura o confrontativa*, nos referimos al conjunto de acciones que promueven el logro de las metas de una de las partes cuando están en conflicto con las de la otra. Dentro de esta estrategia pura, podemos encontrar *tácticas demandantes ofensivas* que buscan que una parte capture valor de la otra, o *tácticas demandantes defensivas*, que intentan evitar que la otra parte se apropie de valor. Concretamente, un demandante de valor estricto insistirá en llegar a un acuerdo en el cual una de las partes gane a expensas de la otra, en relación a la situación existente previamente. El negociador en este caso insistirá en que

---

<sup>28</sup> Por ejemplo, la mayor adhesión posible para brindarle legitimidad a la reestructuración, compatibilizar las nuevas condiciones acordadas con la recuperación económica interna y apuntalar frente a la opinión pública el poder presidencial.

la parte que representa no hará concesiones y se resistirá a hacerlas. En el polo opuesto, encontramos *la estrategia puramente integrativa, creadora de valor o cooperativa*, que involucra acciones que promueven el logro de metas que no están en conflicto, esto es, acciones diseñadas para aumentar la “torta” a repartir más que simplemente dividirla. Este tipo de estrategias unen a las partes en torno a los objetivos que no están en conflicto. El comportamiento del negociador creador de valor busca que las dos partes negocien para llegar a un acuerdo en el que ambas, no sólo la propia, se vean beneficiadas, a partir del regateo y las concesiones. Por supuesto, estos son tipos ideales que sirven con finalidades heurísticas, pero no se observan en la práctica, pues allí se dan en general estrategias mixtas que combinan elementos en grados variables dentro del espectro. Podemos caracterizar a las estrategias en el sentido descripto, para cada uno de los actores, a partir de tres tácticas o acciones: 1) la disposición a realizar propuestas; 2) la disposición a realizar demandas; 3) la disposición a otorgar concesiones.<sup>29 30</sup> Para un gobierno, por ejemplo, en la estrategia confrontativa la disposición a generar propuestas (incentivos) y otorgar concesiones es baja, mientras es alta en lo referido a la realización de demandas. Contrariamente, en la estrategia cooperativa es baja la disposición a realizar demandas, y alta la tendencia a generar propuestas y otorgar concesiones.

Además de las estrategias, debemos considerar otros dos elementos al momento de analizar las negociaciones entre los gobiernos y sus acreedores, que Nemiña presentó al estudiar las relaciones entre los gobiernos tomadores de crédito y el FMI: **la posición negociadora y el estilo de negociación.**

La **posición negociadora** expresa el grado de fortaleza que se ostenta en la negociación relacionado con recursos de poder, el cual puede dar lugar a una posición *fuerte* o *débil*. El grado de fortaleza puede evaluarse a partir de tres atributos o variables: 1) la existencia de apoyos por parte de actores que posean intereses compartidos o similares, 2) la neutralización de enfrentamientos con actores que posean intereses divergentes y 3) el contexto macroeconómico local e internacional.

---

<sup>29</sup> Nemiña (2011) considera algunas de las mencionadas variables (específicamente, la tercera) en su análisis de las relaciones entre el FMI y los gobiernos tomadores de crédito. Otras fueron construidas en el marco de esta investigación atendiendo las particularidades del proceso de negociación de gobiernos deudores con acreedores privados.

<sup>30</sup> La disposición a realizar propuestas funciona, en general, en un sentido opuesto para cada una de las partes. Mientras en el caso del deudor la realización de propuestas supone una estrategia cooperativa (por ejemplo, incentivos que mejoren la oferta), en el caso de los acreedores es confrontativa, pues coincide con la presentación de contrapropuestas que van en sentido opuesto a las ofertas realizadas por el gobierno, buscando obtener un resultado distributivo más favorable a sus intereses.

En relación a los dos primeros puntos, que refieren a la capacidad de influencia de los negociadores, entendemos que las acciones de las partes están enraizadas y operan en un doble nivel (Putnam, 1996), pues los negociadores deben considerar en sus estrategias a los actores presentes en el escenario político internacional (los gobiernos acreedores, las instituciones financieras internacionales) sino también en el doméstico (diversos grupos de interés, partidos políticos, entre otros). En nuestro caso, pondremos especial énfasis en el análisis de la influencia de los primeros actores pues son centrales en las negociaciones financieras internacionales, lo que no implica que dejemos de lado las consideraciones sobre la política local y su influencia sobre la dinámica negociadora. En este sentido, recuperamos de Kamlani (2008) quien considera pertinente dar cuenta de la orientación y el grado de intervención del sector oficial, esto es, los gobiernos de los países centrales (como los agrupados en el G7) y los organismos multilaterales como el FMI.

En relación al tercer punto, debemos dar cuenta del contexto en el cual las negociaciones tiene lugar, pues influyen sobre las relaciones de fuerza entre negociadores. Debemos considerar, por un lado, la macroeconomía local y la situación fiscal del país deudor, y por otro, el contexto más general en que estas negociaciones se insertan, es decir, la economía global y, especialmente, el mercado financiero internacional. En relación a éste último, tanto la situación en la que se encuentre –para Kalmani el mercado global de capitales puede ser altamente líquido y permisivo, estar altamente controlado o bien haber colapsado- como el lugar que el país deudor y los países de origen de los acreedores ocupan en su estructura –como exportadores o importadores de capital- contribuyen a comprender las particularidades de las renegociaciones de deudas soberanas y las elecciones de los negociadores. Finalmente, otros elementos, como las variaciones en las tasas, en las calificaciones crediticias de los países, la tendencia a asumir riesgos de los inversores, entre otros, pueden influir sobre la dinámica de las negociaciones, abriendo o cerrando posibilidades de acción.

A pesar de su importancia, la identificación de la posición negociadora (a partir de los tres atributos presentados) no basta para comprender cabalmente las estrategias llevada a cabo por las partes. Deben tenerse en cuenta la influencia de las habilidades y la voluntad de los negociadores sobre el desarrollo de las mismas. En este sentido, consideramos el **estilo de negociación**, que tiene que ver con la flexibilidad para adaptarse a las exigencias del otro negociador. Se configura un estilo *flexible* o

*inflexible*, dependiendo de dos atributos: 1) la existencia de preferencias de política económica, 2) la receptividad a las propuestas del adversario.

En función del comportamiento estratégico implementado por los negociadores, la negociación tendrá una dinámica particular, presentándose tres tipos de configuración general: a) enfrentamiento, cuando implementan estrategias confrontativas, b) dominación, donde una parte confronta y la otra coopera, y c) colaboración, en el cual ambas partes implementan estrategias cooperativas. El primer tipo posee un nivel de conflicto mayor que el segundo, y este a su vez mayor que el tercero, que aparece como la negociación más cordial.

Finalmente, en el análisis de la conducta de los negociadores y los restantes actores, asumimos que las estrategias de basan en una racionalidad limitada. La *racionalidad limitada* refiere a la elección racional que toma en cuenta las limitaciones cognitivas de quien toma decisiones, limitaciones de información y de capacidad de cálculo (Odell, 2000). Si bien parte de que los actores desean alcanzar sus objetivos, este enfoque se diferencia del de la racionalidad perfecta de la economía neoclásica y se acerca a la mirada de la acción de la sociología económica (Beckert, 2003), pues no considera a las metas ni a las preferencias como fijas, no asume la existencia de información completa (sobre el contexto, sobre todos los cursos de acción posibles, y sobre los resultados) (Odell, 2000). Además, considera que las decisiones de los negociadores se ven influidas por las ideas, por los marcos de referencia utilizados para comprender los cuestiones bajo negociación, las acciones y los contextos, y por las creencias sobre el comportamiento posible (nunca anticipable completamente) de los restantes actores, lo que también se vincula con la sociología económica.

Como vemos, las negociaciones económicas internacionales relacionadas con la problemática del endeudamiento son complejas y necesitan de un análisis que permita reconstruir la dinámica del proceso y su influencia sobre los resultados, teniendo en cuenta tanto las estrategias de las partes directamente involucradas como las influencias de los restantes actores presentes en el escenario político nacional e internacional y de las condiciones de los mercados financieros. Entendemos que este marco teórico nos permite tal aproximación.

### **1.3 Estrategia metodológica**

La tesis es producto de una investigación que buscó comprender y describir un fenómeno complejo de negociación, a partir de la consideración de las estrategias de los

participantes que se dan en un contexto determinado. El análisis es resultado de una tarea interpretativa en donde la mirada reflexiva del investigador sobre el objeto y sobre el propio trabajo resulta central (Bourdieu, 1986). Para acercarnos a dicho objeto el diseño de investigación consistió en una triangulación de los métodos cualitativo y cuantitativo, con preponderancia del primero sobre el segundo. De acuerdo con Bericat (1998) se trata de una combinación, pues supone la integración subsidiaria de un método en una investigación dominada mayoritariamente por el otro, de forma tal de fortalecerlo. La aproximación cualitativa, complementada aquí con datos cuantitativos, permitió producir un “relato descriptivo” (Piovani, 2008) sobre el proceso.

Para responder a nuestros interrogantes, la tesis se basó en la exploración, sistematización y análisis, a través de diferentes técnicas, de una multiplicidad de fuentes secundarias. La etapa de recolección permitió construir un corpus de datos y documentos seleccionados a partir de criterios intencionales, relacionados con la diversificación de fuentes, la correspondencia con las diferentes dimensiones del problema y la delimitación temporal del proceso bajo estudio. Para el abordaje de los objetivos se recurrió a una multiplicidad fuentes.

Para caracterizar a los actores involucrados en las negociaciones recurrimos a investigaciones científicas y periodísticas, documentos de agrupaciones de bonistas y del gobierno nacional, y diarios de circulación nacional<sup>31</sup> para reconstruir los perfiles de los funcionarios, de las organizaciones de acreedores y sus representantes.

Para analizar las estrategias implementadas y reconstruir el desarrollo de la negociación apelamos a documentos oficiales, de organismos multilaterales y de los comités de bonistas; investigaciones científicas y periodísticas; declaraciones y discursos de funcionarios y representantes de bonistas; y diarios a los fines de reconstruir las acciones y posicionamientos de los negociadores de ambas partes y de otros actores relevantes a lo largo del proceso.

Para describir los resultados de la reestructuración analizamos informes y series estadísticas del Ministerio de Economía de la Nación, prospectos de bonos, investigaciones científicas y periodísticas, discursos y declaraciones de funcionarios, diarios y legislación nacional a los fines de reconstruir los alcances económico-financieros, legales y de adhesión del canje.

---

<sup>31</sup> Clarín, La Nación y Página 12, aunque en coyunturas clave recurrimos a la prensa especializada local e internacional

Los mencionados objetivos fueron abordados a partir del análisis documental, de contenido (cualitativo), de discurso y estadístico-descriptivo.

## **Capítulo 2. Los actores del canje de 2005. Perfiles y estrategias de negociación frente al *default* argentino**

El análisis de las reestructuraciones de deuda, al tratarse de una negociación bilateral, debe centrarse en la consideración de los actores principales de la renegociación, el gobierno deudor y sus acreedores, pues son las partes directamente involucradas en los contratos que son objeto de las tratativas. En este sentido, en este capítulo nos ocuparemos de caracterizar al gobierno argentino y a los tenedores de bonos afectados por el *default* en el inicio de las negociaciones. Abordaremos, en primer lugar, el perfil de la administración de Néstor Kirchner, para luego presentar los lineamientos centrales de la estrategia de tratamiento de la deuda. En segundo lugar, caracterizaremos al heterogéneo universo de los tenedores de bonos, sus organizaciones representativas, presentaremos una tipología que permita clasificarlas y describiremos de manera general sus estrategias de negociación.

### **2.1 El gobierno argentino y la estrategia de manejo de la deuda**

De un lado de la mesa de negociaciones, encontramos al gobierno argentino, como representante del Estado nacional frente a los acreedores. Luego de que los reclamos de éstos y los llamados internacionales para que Argentina negociara su deuda en cesación de pago se sucedieran de manera continuada durante la presidencia provisional de Eduardo Duhalde, el gobierno de Néstor Kirchner fue aquel que finalmente colocó entre las prioridades de su agenda la salida del *default* y emprendió las acciones para concretar la operatoria de canje.<sup>32</sup>

Después de que Carlos Menem, frente a los pronósticos de una derrota segura, decidiese no presentarse en la segunda vuelta electoral, Kirchner asumió la primera magistratura el 25 de mayo de 2003 habiendo acumulado sólo el 22% de los votos en las elecciones de abril. Este escaso sustento electoral hizo que pronto Kirchner iniciase un proceso de construcción de alianzas y apoyos políticos propios, que luego le permitieron independizarse de la tutela política del ex presidente Duhalde, y fortalecer progresivamente su poder y liderazgo, superando las condiciones de fragilidad

---

<sup>32</sup> Aunque existían múltiples presiones sobre la Argentina para que inicie las tratativas para resolver la cesación de pagos, en el contexto de fragilidad institucional, colapso económico y conflictividad social en que se encontraba el país, se consideraba prudente que las negociaciones fueran llevadas adelante por un gobierno legitimado por las urnas.

institucional y de fragmentación del poder político que se mantenían de manera persistente desde el colapso de diciembre de 2001 (Llenderozas, 2011).

### **2.1.1 La administración de Néstor Kirchner**

Néstor Kirchner, anteriormente gobernador de la provincia de Santa Cruz e intendente de Río Gallegos por el Partido Justicialista, al irrumpir en la escena política como presidente presentaba un perfil político y de intervención particular, que expresaba continuidades y rupturas con sus predecesores. Desde la campaña electoral, Kirchner mostró un estilo de liderazgo que combinaba la explotación de su experiencia como gobernador con el distanciamiento de la clase política tradicional (Montero y Vincent, 2013). El elevado nivel de desconocimiento sobre su persona y su trayectoria entre la población potenciaron, además, sus posibilidades de diferenciarse de la “vieja política” y presentar su llegada al poder como el inicio de una nueva etapa histórica, que refundaría a la Argentina después de la debacle política y económica de 2001 (Novaro, 2011). Tempranamente logró articular un discurso propio que combinaba elementos del peronismo clásico (la referencia al pueblo, su identificación con éste, la importancia del trabajo, la intervención del Estado sobre la economía y la sociedad, el llamamiento a la construcción de un proyecto nacional) con otros novedosos, como la recuperación de la memoria histórica del pasado reciente, más específicamente, la reivindicación de la tradición política de los jóvenes militantes de los años setenta (Montero, 2012).

En vistas de consolidarse al frente del ejecutivo y construir consensos domésticos amplios, Kirchner mostraba una fuerte iniciativa política y tomaba medidas de alto impacto. Esta estrategia de afianzamiento y ejercicio del poder se pudo observar en diferentes ámbitos de acción, incluido el relativo a la gestión de la economía.

Respecto a este punto, el presidente remarcaba la preeminencia de la cabeza del Ejecutivo en la determinación de los lineamientos de la política económica. Frases como “quien conduce y decide la política económica debe ser el Presidente, si no votemos para elegir ministro de Economía” o “voy a ser Presidente de la Nación y voy a ser el ministro de Economía” (La Nación, 14/06/2002) anticipaban un cambio respecto a administraciones previas que habían delegado importantes atribuciones en las figuras de economistas técnicos y expertos devenidos en “superministros” (Gené y Heredia, 2009).<sup>33</sup> Incluso Eduardo Duhalde había encargado el manejo de la atribulada economía

---

<sup>33</sup> Algunos de los casos más destacados serían los de José Martínez de Hoz y Domingo Cavallo

post-crisis a su ministro de Economía desde abril de 2002, Roberto Lavagna (Kanenguiser, 2006). Kirchner “heredaría” a Lavagna, quien daría continuidad a la recuperación (de la que parecía ser garante frente a diversos agentes económicos) pero vería disminuidos notablemente sus grados de libertad y los márgenes de maniobra luego de la llegada del santacruceño a la Rosada.

Esta mirada sobre el rol presidencial en la conducción económica, reflejo de una concepción que daba preeminencia a la política sobre la economía (Kulfas, 2016), se traduciría en un papel activo en la reestructuración de la deuda, considerada fundamentalmente una problemática política.

Si bien no participó directamente de las negociaciones con los acreedores afectados, Kirchner las siguió de cerca, buscó apoyos internacionales y marcó el tono de las tratativas en sus intervenciones públicas, valiéndose de un discurso duro y confrontativo hacia los acreedores<sup>34</sup> y los organismos multilaterales, especialmente el FMI, que incorporaba elementos ligados a la defensa de los intereses nacionales. Los diferentes miembros del equipo económico reconocerían que “la llegada de Néstor Kirchner al poder coincidió con un endurecimiento de la postura argentina” (Cronista, 29/08/2005).

El equipo que instrumentó la estrategia oficial de negociación estaba integrado fundamentalmente por cuatro funcionarios<sup>35</sup> del ministerio de Economía y Producción.<sup>36</sup> A la cabeza estaba el mencionado ministro Lavagna, economista con experiencia tanto en el ámbito público como en el privado.<sup>37</sup> De extracción peronista, era visto por diferentes analistas como pragmático y técnicamente sólido (La Nación, 12/12/2004), conocedor de la lógica y los tiempos de la política, además de haber demostrado ser un hábil negociador durante las tratativas con los organismos multilaterales de crédito bajo la presidencia de Duhalde.

---

<sup>34</sup> En numerosas oportunidades, el Presidente no realizaba distinciones entre diferentes tipos de acreedores, sino que indistintamente los nominaba como “buitres” (Laudonia, 2013)

<sup>35</sup> Por supuesto, esto no implicó que fueran los únicos que se pronunciaron al respecto. Otros miembros del Poder Ejecutivo y del Legislativo se mostraban apoyando la estrategia oficial.

<sup>36</sup> Por medio del Decreto 1283/2003 los ministerios (hasta entonces diferenciados) de Economía y de Producción se unificaron en una misma cartera y se creó el nuevo ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios.

<sup>37</sup> En el ámbito público, en 1975 se desempeñó como subsecretario de Trabajo durante el gobierno de Estela Martínez de Perón y fue secretario de Industria y Comercio exterior de Alfonsín entre 1985 y 1987. Al momento de asumir como ministro se desempeñaba como embajador ante la Unión Europea y representante del país ante la Organización Mundial del Comercio (OMC). En el ámbito privado, se desempeñó como asesor de empresas, consultor y analista, al frente de la consultora Ecolatina (La Nación 25/04/2002 y <https://www.idea.org.ar/coloquio40/expositores/Lavagna.asp>).

Por debajo de Lavagna, el secretario de Finanzas Guillermo Nielsen,<sup>38</sup> sería la cara visible en las negociaciones directas con los bonistas, lo que muchas veces hizo que se pronunciara de manera ligeramente más conciliadora y moderada que la sostenida en la retórica oficial. Junto a Nielsen, el “equipo” se completaba con dos jóvenes funcionarios, Leonardo Madcur<sup>39</sup> y Sebastián Palla,<sup>40</sup> Secretario de Coordinación Técnica y Subsecretario de Financiamiento, respectivamente.

### **2.1.2 Los lineamientos de la estrategia argentina para la gestión de la deuda en *default***

Para comprender la estrategia de negociación argentina, debemos analizar el proceso de reestructuración considerando la inserción del accionar estatal en un doble nivel, el doméstico y el internacional, profunda y estratégicamente relacionados. El primero constituía la principal preocupación del nuevo gobierno, dada la frágil situación local. Para paliarla, el gobierno se había dado las tareas de, en lo político, reconstruir y el fortalecer la autoridad estatal; y en lo económico, sostener con diferentes medidas expansivas la reactivación iniciada en 2002, lo que serviría a su vez para impulsar el empleo, atacar la desocupación y la pobreza. El segundo, no era menos complejo, pues debía regularizarse la relación con los acreedores privados y continuar las negociaciones con el FMI, pero con la diferencia –en relación a otras experiencias- que se haría supeditando las propuestas de pago a la obtención de resultados positivos en el frente doméstico. El crecimiento doméstico operaría (tal como veremos) estratégica y

---

<sup>38</sup> Nielsen, economista especializado en temas monetarios y financieros, con posgrados en la Boston University, también tenía una importante trayectoria en el ámbito público y privado. En la función pública, al asumir como secretario de Finanzas, era representante del Ministro de Economía en el Directorio del Banco Central de la República Argentina. Antes había sido Director del ANSeS (durante el año 2000) y Ministro Consejero Agrícola en la misión argentina ante la CEE y ante el GATT durante la Ronda Uruguay de Negociaciones Comerciales en Ginebra (en la década de los '80). En el sector empresario, ocupó cargos en importantes firmas como SOCMA Americana y Swift, dirigió empresas de consultoría financiera y desarrollo inmobiliario, y fue economista jefe de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) ([http://www.consejo.org.ar/Cvs/nielsen\\_guillermo.html](http://www.consejo.org.ar/Cvs/nielsen_guillermo.html))

<sup>39</sup> Madcur es sanjuanino, abogado, MBA en la Universidad Austral e hijo de Monir Madcur, un importante empresario de origen libanés y presidente de la Cámara Argentina de la Construcción durante los 90. Pasó por el equipo de Cavallo durante el gobierno de la Alianza y llegó a la gestión Lavagna de la mano Nielsen (Página 12, 04/01/2005), quien fue su socio en una empresa de consultoría financiera (Cronista, 29/08/2005) y es actualmente su suegro. Simultáneamente a sus áreas de coordinación fue representante del Ministerio de Economía en el Directorio del Banco Central de la República Argentina, y fue subsecretario de Financiamiento antes de la llegada de Palla.

<sup>40</sup> Palla es economista egresado de la Universidad Di Tella y fue becario de la Fundación Macri, donde conoció a Nielsen (Clarín, 29/02/2004). Luego de dejar la función pública, siguió su carrera en el ámbito privado.

simultáneamente, como elemento que limitaba los pedidos de ajuste y garantizaba el repago a los acreedores.

En este contexto, la reinserción financiera del país se constituyó en uno de los ejes principales de la agenda externa argentina (Fernández Alonso, 2006). Para lograr el eventual retorno de la Argentina al sistema internacional de crédito y compatibilizarlo con las expectativas internas, durante su primer año y medio de gestión la administración Kirchner se abocó de manera continua a la renegociación de la deuda pública siguiendo lineamientos estratégicos particulares.

Lo primero que debemos señalar es que la acción del gobierno se dio dentro de los cánones convencionalmente aceptados en el sistema financiero internacional, es decir, se trató de una solución de mercado, enmarcada en los lineamientos habituales de los canjes de deuda con participación voluntaria de los acreedores (La Nación, 28/03/2004). Alejándose de las posturas que impulsaban la investigación de los mecanismos de adquisición y gestión del endeudamiento, o que reclamaban el repudio de una deuda considerada ilegítima,<sup>41</sup> la administración Kirchner decidió entablar el diálogo y establecer formas de negociación *ad hoc* para resolver el conflicto y normalizar las relaciones financieras con los acreedores.<sup>42</sup> En ningún momento, a pesar del clima de rechazo social hacia “lo financiero” y el desprestigio internacional y local del Fondo Monetario, puso en duda el derecho de cobro de los acreedores ni el llamado “mecanismo de mercado” como camino para solucionar la problemática. Esta aceptación de las reglas de juego imperantes, dada la necesidad de resolver el frente externo, no impidió que el gobierno procurara tensarlas, manipularlas o utilizarlas a su favor, según lo creía conveniente. El llamado a los acreedores a responsabilizarse de las pérdidas sufridas como consecuencia de sus decisiones de inversión, en un contexto

---

<sup>41</sup> Organizaciones sociales, personalidades públicas (como el premio Nobel Adolfo Pérez Esquivel) y partidos de izquierda y centro-izquierda, denunciaban el carácter fraudulento del endeudamiento público y la necesidad de una auditoría rigurosa, sosteniéndose en doctrinas como la de la deuda odiosa y en resoluciones judiciales locales (fallo Ballester) que mostraban el carácter administrativamente injustificado del endeudamiento externo durante la dictadura militar.). Al mismo tiempo, reclamaban la atención prioritaria de la “deuda interna” que el Estado mantenía con los sectores vulnerables. Ver Olmos Gaona (2005) y Bohoslavsky (2009).

<sup>42</sup> La negociación de la deuda argentina adquirió características particulares: el gobierno eligió circunscribirlas a instancias de “diálogo” —encabezadas en general por funcionarios del ministerio de Economía— con grupos consultivos formados por agrupaciones de representaciones de bonistas en diferentes países, lo que formó parte de la estrategia gubernamental de fragmentación y deslegitimación de las agrupaciones, como veremos más adelante.

internacional en el que Estados Unidos impulsaba la disminución del riesgo moral, es un ejemplo.<sup>43</sup>

En segundo lugar, podemos caracterizar a la estrategia gubernamental como una estrategia mixta, con un predominio del componente distributivo-confrontativo (Odell, 2000; Nemiña, 2011a y 2011b) que, conforme se desarrolló la negociación, incorporó paulatinamente elementos integrativos-cooperativos, de manera limitada. Esta orientación general, que se sumaba a la también confrontativa estrategia acreedora, llevó a que se desarrollara una negociación conflictiva, rotulada incluso por algunos analistas como “salvaje” (Valenzuela y Levy Yeyati, 2013).

Podemos identificar dos dimensiones de la estrategia argentina: una financiera, relativa a las características de la oferta de canje, ligada a su vez con el estilo de negociación; y otra política, relacionada al tipo de relación mantenida con los acreedores y sus representantes, y con los restantes actores relevantes a nivel doméstico e internacional, conectada por su parte con la posición negociadora.<sup>44</sup>

Con relación a la dimensión financiera,<sup>45</sup> Argentina aprovechó la ventaja del *first mover* (Dhillon et al., 2006) al presentar una agresiva propuesta de canje que, alejándose de otros casos internacionales recientes, afectaba notablemente los derechos patrimoniales de los acreedores, pues suponía una importante modificación de las condiciones de pago. La propuesta partía del supuesto de que los acreedores habían realizado inversiones riesgosas (reflejadas en las tasas de interés que les pagaba la Argentina en sus títulos)<sup>46</sup>, que implicaban el conocimiento de las potenciales pérdidas que, con el *default*, se habían materializado. La oferta hecha en Dubai (que desarrollaremos en detalle en el próximo capítulo) ponía en discusión los principales términos de los contratos previamente celebrados. La misma establecía una importante quita sobre el principal, el no reconocimiento de los intereses impagos y un menú de

---

<sup>43</sup> En este sentido, los negociadores fueron hábiles “lectores” de la situación, pues aprovecharon las oportunidades abiertas en el contexto en el que se desarrollaban las tratativas.

<sup>44</sup> Ambas dimensiones de la estrategia, por supuesto, se encontraban íntimamente ligadas y fueron consistentes a lo largo de las negociaciones. Debemos señalar que la continuidad estratégica en el tratamiento del tema de la deuda no fue un resultado natural, pues la coherencia no siempre caracteriza a la acción estatal. La coherencia (o los grados en que esta es alcanzada o mantenida en el tiempo) es el resultado de construcciones y acuerdos en torno a las líneas de acción a seguir al interior del grupo negociador, que debe simultáneamente saber adaptarse a las cambiantes circunstancias del entorno y a las actuaciones y posicionamientos de otros actores.

<sup>45</sup> La dimensión financiera es sobre la que fundamentalmente se negocia, pues es la que interesa de manera inmediata a los inversores

<sup>46</sup> La tasa de interés que acuerda pagar un soberano refleja el grado de riesgo implicado en la inversión en títulos del Estado considerado. A mayores niveles de riesgo, mayor la tasa, y consecuentemente, las posibilidades de retornos para aquellos que adquieran los instrumentos (Cruces, 2016).

opciones, sustentándose en proyecciones y supuestos macroeconómicos y fiscales compatibles con el crecimiento doméstico. Sin embargo, dejaba sujetos a negociación otros aspectos como los cupones, plazos y tasas de interés (Ministerio de Economía, 2003c).

Esta primera presentación le permitió sentar un precedente y “marcar la cancha”.<sup>47</sup> Al exponer las pretensiones del gobierno, establecer los parámetros generales de la discusión y los asuntos que se negociarían, pudo condicionar las tratativas posteriores y, eventualmente, los resultados. Al mismo tiempo, la omisión de detalles en la propuesta –fundamentalmente, características de los instrumentos- abrió las posibilidades de negociación que, aunque limitadas, permitían mostrar la intención de llegar a una solución consensuada.

Por lo tanto, se trató de una oferta mayormente distributiva con algunos términos integrativos-cooperativos. De manera amplia, se intentaba acercar posiciones remarcando que la reestructuración supondría “un nuevo punto de partida sólido y sustentable para el interés común de los acreedores y la Argentina” (Ministerio de Economía, 2003b, subrayado en original).<sup>48</sup> Con el anuncio posterior de la emisión de instrumentos ligados al crecimiento del producto que permitiría a los acreedores hacerse de una parte del valor creado en la economía, se reforzaría esa idea.

Esta combinación integrativo-distributiva se relacionó con los dos principales criterios que, según los funcionarios, estructuraron la oferta de canje: la sustentabilidad y la aceptabilidad. El primero tenía que ver con la situación objetiva de un deudor con escasa capacidad de pago y que sólo asumiría los compromisos que pudiera pagar (Madcur en Ministerio de Economía, 2003d) por lo que la reestructuración debía minimizar la carga de la deuda para lograr una solución sostenible (La Nación, 23/09/2003). Es decir, debía resultar en un nivel, estructura y perfil de deuda atendibles que, acompañados por un programa compatible con un crecimiento económico que fuera estable, sustentable y equitativo, permitiría atender regularmente los compromisos con los acreedores sin descuidar las necesidades de la población local. La aceptabilidad

---

<sup>47</sup> “Schelling (...) destaca la importancia del precedente y la iniciativa como ventajas significativas en la negociación (...) se trata de ‘ser el primero con una oferta firme. La responsabilidad completa del resultado corresponde entonces a la otra parte, la que puede tomarlo o dejarlo’ “. (Griffith Jones, 1988:29)

<sup>48</sup> Aun cuando las estrategias de negociación sean puramente confrontativas, toda negociación se inicia a partir de un interés compartido básico: las partes negociadoras bregan por la resolución de la situación conflictiva. Claramente, las diferencias aparecen con el planteo de *cómo* resolverla, planteo que indefectiblemente varía de acuerdo a qué actor consideremos y de los intereses que posea. Sobre este consenso básico, que abre la oportunidad de negociar, es que las propuestas y contrapropuestas actúan achicando o agrandando las posibilidades de acuerdo.

tenía que ver con la búsqueda del más alto nivel de adhesión posible entre los acreedores para dar legitimidad a la operatoria, lo que se lograría a partir de asegurar un trato equitativo y consensuar un diseño de oferta que resultara atractivo, a partir de la combinación de “zanahorias” y “garrotes”.

Esta estrategia de negociación se vio acompañada de un estilo de negociación en general inflexible, pues el gobierno mostraba una reticencia a realizar las concesiones pedidas por los acreedores (especialmente las referidas a la modificación de los lineamientos de política económica que sustentaban la oferta). La intransigencia (muy fuerte en el plano discursivo) era suspendida cuando se alcanzaban puntos muertos de la negociación o se visualizaba que era necesario generar nuevos incentivos que potenciaron la participación, pues se cedía y se incorporaban cambios.<sup>49</sup> Sin embargo, la misma funcionaba como principio rector del discurso y permitía sostener la consistencia en la estrategia, según Madcur (Kanenguiser, 2015).

Por otro lado, las preferencias de política económica que orientaron al accionar estatal agregaban rigidez a las negociaciones. Las políticas se encontraban alejadas de las de ajuste estructural y reducción del gasto público que históricamente se habían implementado frente a las crisis de deuda. Se implementaron medidas de corte intervencionista y expansivo, tendientes a fomentar el crecimiento del producto —a partir de la expansión del consumo, el empleo y la producción—, que se concebía como condición de posibilidad de repago de la deuda. Esto contribuía no sólo a sustentabilidad financiera de la fórmula de canje y repago, sino también (y fundamentalmente, a los ojos de las autoridades) a la sustentabilidad social y política del esquema económico.<sup>50</sup>

Kirchner continuó y profundizó el nuevo modelo de acumulación de la posconvertibilidad, fundado en una lógica productiva, un tipo de cambio alto y el sostenimiento de superávits externo y fiscal; a los que se sumaban la mejora en las condiciones de vida de las clases subalternas a partir de la recomposición salarial, la recuperación del mercado interno y la implementación de políticas de redistribución del ingreso. El mismo supuso mayores niveles de intervención y autonomía relativa estatal

---

<sup>49</sup> En menester señalar que las concesiones realizadas sólo respondían parcialmente a los pedidos de los acreedores, no alejándose de los principios primordiales que organizaban la estrategia. Se verá con mayor claridad durante el desarrollo de la negociación, que abordaremos en el próximo capítulo.

<sup>50</sup> Recordemos que la crisis y la salida de la Convertibilidad tuvieron consecuencias sociales inéditas (altos niveles de desempleo, pobreza e indigencia). Además, fueron años de una gran conflictividad social y política que tuvieron su máxima expresión en las jornadas del 19 y 20 de diciembre de 2001.

y un nuevo cuadro de relaciones de fuerzas donde el sector financiero quedaba subordinado (Varesi, 2016; Nemiña, 2012).

En lo que respecta a la dimensión política, la relación con los acreedores estuvo marcada por la tensión. Durante las negociaciones la estrategia del gobierno se desarrolló en dos frentes. El primero es el discursivo, a partir del cual el gobierno sostuvo una retórica de denuncia al accionar de los acreedores durante la Convertibilidad, ya que entendían que habían sido los grandes ganadores durante la década anterior y por tanto, partícipes del mecanismo que había llevado a la Argentina al “infierno”.<sup>51</sup> Especialmente, el presidente Kirchner criticó y se enfrentó con el FMI, los bonistas y “los capitales especulativos”, lo que le brindó elementos para fortalecerse en el gobierno y lograr un mayor apoyo en la opinión pública local. El estilo de negociación confrontativo (presente desde el inicio, mantenido en diferentes grados en el tiempo y de manera variable entre los funcionarios<sup>52</sup>) frente a los acreedores externos, junto con una retórica que procuraba diferenciar al gobierno del modelo de los 90, fueron un elemento que no sólo contribuyó a la construcción de la legitimidad en el plano interno sino que también apuntaló la táctica de deslegitimación de los pedidos de los acreedores y el Fondo.

El segundo es el relativo a las relaciones con los tenedores de títulos y las posibilidades de intervención sobre el frente acreedor. El gobierno procuró mantener la iniciativa en la negociación y definir los tiempos, el tono y las características de la misma. Que los funcionarios gubernamentales se refirieran a las negociaciones en términos de “diálogo” con los llamados “grupos consultivos” e implementaran tácticas de *delay* son algunos ejemplos. Paralelamente, y frente a las tentativas de las organizaciones de formar un frente unificado para fortalecer posiciones, procuró mantener a los diferentes grupos divididos como forma de socavar las posibilidades de acción colectiva en la medida en que fuera posible. También cuestionó y desautorizó a algunos de los representantes de acreedores (especialmente los que poseían mayor poder de *lobby*, como veremos en el próximo apartado), y se negó a reconocer al GCAB (Global Committee of Argentina Bondholders) como interlocutor privilegiado, a pesar de los requerimientos en este sentido del FMI.

---

<sup>51</sup> La caracterización del escenario local en estos términos le permitía resistir las presiones de los acreedores y restantes actores internacionales, pues “el poder del negociador se basa a menudo en una incapacidad manifiesta para hacer concesiones y aceptar demandas” (Griffith Jones, 1988: 36)

<sup>52</sup> El que presentaba un estilo discursivo más confrontativa era Kirchner y en menor medida, Lavagna. Más moderados, aunque dentro de la misma línea estratégica, se encontraban los funcionarios que trataban directamente con los tenedores de títulos, como Nielsen, Palla y Madcur.

Estos dos frentes de la estrategia política, se combinaron con los esfuerzos sostenidos de fortalecer la posición negociadora de la Argentina. La búsqueda de apoyos internos y externos, y la neutralización de actores que potencialmente pudieran obstaculizar o desviar la estrategia oficial en beneficio de los acreedores (como los gobiernos de los países de origen de los mismos) fueron los mecanismos elegidos en el gobierno.

En el plano interno, Kirchner se propuso lograr la aprobación de su propuesta por parte de sectores empresarios, sindicales y también de la opinión pública. En este punto, la profundización del modelo de la posconvertibilidad, presentado como opuesto al esquema especulativo vigente durante la etapa anterior, se apoyó en una alianza con los “sectores productivos”, ligada en un primer momento al apoyo dado por Duhalde, pero mantenida y ampliada posteriormente.

En el plano externo, procuró obtener al apoyo fundamental de los Estados Unidos, tanto en lo relativo a la renegociación de la deuda con privados como en las tratativas con los organismos multilaterales de crédito. También buscó el apoyo de países latinoamericanos y europeos. Por otro lado, aprovechando el desprestigio internacional en que se vio sumido el Fondo, se propuso disminuir al mínimo su influencia sobre las negociaciones con los acreedores privados. También, explotar a su favor los intereses contrapuestos de ambos tipos de acreedores, que pugnaban por hacerse cada uno de una parte de los recursos fiscales disponibles. Esta contradicción fue puesta en evidencia por Lavagna quien, a partir de la figura del “bolsillo único” intentaba justificar la oferta “poco amigable” hacia los acreedores privados por el carácter privilegiado de los organismos multilaterales<sup>53</sup> quienes recibían pagos a pesar de no realizar desembolsos de fondos frescos (Página 12, 30/04/2004).

Por otro lado, la posición negociadora que el gobierno procuraba fortalecer por medio de su acción, se veía socavada por las propias condiciones de crecimiento de la economía. La recuperación motorizada por la política económica y el beneficioso escenario internacional de tasas bajas de interés y altos precios de las materias primas (CENDA, 2010; Kulfas, 2016), generaba una contradicción que los acreedores buscaron aprovechar. La recuperación económica, el aumento de los ingresos fiscales asociado y el giro superavitario en la cuenta corriente se convirtieron en un arma de doble filo, ya que, si bien daba fundamentos sólidos a la intención de “hacer socios” a los acreedores con el cupón PBI, al mismo tiempo socavaba el argumento central (la delicada situación

---

<sup>53</sup> Quienes además eran apoyados por los países ricos para que mantuvieran dicho estatus (Clarín 02/11/2003)

económica y financiera interna) que sustentaba la intención de lograr aplicar una quita importante.

## **2.2 Los tenedores privados de bonos argentinos afectados, sus organizaciones representativas y sus estrategias de cara al canje**

Del otro lado de la mesa de negociaciones encontramos a los acreedores privados afectados por el *default* y sus organizaciones representativas. Si bien los perfiles de los acreedores soberanos variaron en las diferentes etapas de evolución del sistema financiero internacional, podemos encontrar una recurrencia: la tendencia a organizarse y actuar colectivamente. En los diferentes escenarios históricos y casos (como el argentino), se observan en estas organizaciones diferentes grados de formalización, institucionalización y eficacia, pero todas comparten el hecho de presentarse como la voz autorizada y legítima de los intereses de una multiplicidad de individuos o instituciones, buscando canalizar sus reclamos y minimizar las pérdidas en las negociaciones con los gobiernos deudores, constituyéndose en actores políticos centrales en las negociaciones.

En relación a las organizaciones de acreedores afectados por el *default* de 2001, lo primero que podemos señalar es que, a diferencia de otras agrupaciones de *lobby* ligadas a inversores institucionales y proveedores de servicios financieros de larga trayectoria existentes en la actualidad -como el Institute of international Finance (IIF) (que funciona como *think tank* del sector) o la Emerging Markets Traders Association (EMTA)- las que aquí nos ocupan tienen, en general, una existencia temporal limitada y un bajo grado de institucionalización.<sup>54</sup> Constituyen agrupaciones *ad hoc* nacidas para dar respuesta a este particular episodio de *default* (Portes y Eichengreen, 1988), pues surgieron de manera defensiva frente a la crisis de deuda (o su inminencia) y estuvieron activas durante las negociaciones y los litigios judiciales que siguieron, desapareciendo la mayoría luego de que sus miembros aceptaran la propuesta de canje. Entre sus funciones se cuentan la representación de sus miembros, la recolección y circulación de información entre los mismos, y la planificación e implementación de líneas comunes de acción.

---

<sup>54</sup> También se diferencian del Club de París, instancia de coordinación de países acreedores, que posee un alto grado de institucionalización y reglas de negociación para diferentes tipos de países.

**Cuadro 1. Agrupaciones de tenedores de bonos afectados por el *default* argentino.**2004-2005<sup>55</sup>

<b>Agrupación</b>	<b>Tipo</b>	<b>Bonistas represent</b>	<b>Valor nominal de bonos (mill de USD)</b>	<b>Referente principal</b>	<b>Integró comité global GCAB</b>	<b>País de origen</b>
Argentina Bondholders Committee (ABC)	Institucionales con representación directa	90	9.000	Hans Humes	Sí	EE.UU.
Unión de AFJPs (UAFJPS)	Institucionales con representación directa	12	15.000 <sup>56</sup>	Carlos Peguet	No	Argentina
Task Force Argentina (TFA)	Minoristas con representación mediada	420.000	13.000 <sup>57</sup>	Nicola Stock	Sí	Italia
Argentina Bond Restructuring Agency (ABRA) <sup>58</sup>	Minoristas con representación mediada	35.000	1.200	Adam Lerrick	Sí	Alemania
Deutsche Bank / DZ Bank	Minoristas con representación mediada	s/d	4.000	Deutsche Bank	Si	Alemania
Swiss Bankers Association	Minoristas con representación mediada	50.000	10.000	Pierre Mirabaud	Sí	Suiza
Bank of Tokio-Mitsubishi/Shinsei Bank	Minoristas con representación mediada	40.000	1.800	Makoto Aratake	Sí	Japón
Comitato Creditori Argentina	Minoristas autoconvocados	100.000	s/d	Mauro Sandri	No	Italia

<sup>55</sup> Según los datos recolectados, las agrupaciones representaban un total de USD 54.230 millones, un 66,26% del monto de deuda elegible de enero de 2005 (USD 81.836 millones). Las agrupaciones individuales que poseían mayores proporciones de deuda era UAFJPS, con un 18,32% en relación a la deuda elegible y un 27,65% de la deuda declarada por las agrupaciones, seguida por TFA (15,88% y 23,97%, en el mismo orden) y Swiss Bankers Association (12,21% y 18,43%, respectivamente). Por su parte, el GCAB acumula un total de USD 39.000 millones, lo que representa casi la mitad de la deuda elegible (47,65%) y casi tres cuartas partes de las acreencias declaradas por las agrupaciones (71,91%).

<sup>56</sup> La Nación, 03/06/2004

<sup>57</sup> La Nación, 07/09/2003

<sup>58</sup> Incluye también a bonistas de Austria, Holanda y Luxemburgo

Sindacato Italiano Tutela Investimento e Risparmio	Minoristas autoconvocados	120	30 <sup>59</sup>	Domenico Bacci	No	Italia
Assotutella Consumatori,e Risparmatori	Minoristas autoconvocados	s/d	s/d	Paolo Alazraki	No	Italia
First German Bondholders Society (IGA)	Minoristas autoconvocados	250	200 <sup>60</sup>	Stefan Engelsberger	Sí <sup>61</sup>	Alemania
Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default (ADAPD)	Minoristas autoconvocados	5.000 <sup>62</sup>	s/d	Horacio Vazquez	No	Argentina
Asociación de Ahorristas de la República Argentina (AARA)	Minoristas autoconvocados	3.000 <sup>63</sup>	5	Marta Zurbano	No	Argentina

Fuente: elaboración propia en base a Bruno (2004), Basualdo (2017) y medios periodísticos

Las negociaciones del primer canje de deuda involucraron a una gran cantidad y variedad de organizaciones representativas de acreedores (cuadro 1), lo que responde en parte a la gran cantidad y variedad de los inversores en títulos argentinos.<sup>64</sup>

Si observamos la estructura de los pasivos en *default*, vemos que, en términos de la dispersión geográfica, las tenencias se concentraban en Argentina (38,4%), Italia (15,6%), Estados Unidos (9,1%), Alemania (5,1%) y Japón (3,1%), en tanto si miramos el tipo de acreedor, encontramos que un parte importante (el 43,5%) era minorista (Ministerio de Economía, 2003).

<sup>59</sup> La Nación, 10/04/2004

<sup>60</sup> La Nación, 15/04/2004; Clarín, 20/06/2004

<sup>61</sup> A través de su afiliación a ABC

<sup>62</sup> Los bonistas minoristas ascendían aproximadamente medio millón de individuos, con acreencias por cerca de 40.000 millones, pero los efectivamente asociados a ADAPD era de 5.000 (Clarín, 08/01/2004)

<sup>63</sup> Página 12, 11/01/2005

<sup>64</sup> En los canjes que tuvieron lugar en los 2000, sólo en algunos casos se formaron organizaciones representativas: en las reestructuraciones de Granada (2005) y Belice (2007) los comités de acreedores estaban formados por un puñado de grandes instituciones financieras (13 y 7 respectivamente) que poseían más del 50% de las acreencias (Das et al, 2012)

### **2.2.1 Los comités de bonistas afectados por el *default*: coordinación local e internacional**

Estas características tuvieron su reflejo en el nivel de la organización de los acreedores. Podemos diferenciarlas en base a tres criterios. El primero, que se desprende de lo anterior, es el *país de radicación o acción*, pues no necesariamente hay correspondencia entre la instancia de representación y la nacionalidad del acreedor. Encontramos argentinas y extranjeras. Entre estas últimas, las más activas se formaron en Estados Unidos, Italia y Alemania. El segundo es la *naturaleza de su composición*: mientras que algunas están compuestas en su mayoría por tenedores institucionales, otras por tenedores minoristas. Dentro del grupo de minoristas, a su vez, podemos discriminar de acuerdo a la iniciativa en la creación entre las organizaciones de “autoconvocados”, es decir, creadas por los propios afectados, y aquellas en que la mayoría de los representados son minoristas, pero cuya organización es impulsada por las instituciones bancarias o financieras que los asesoraron en la compra de títulos argentinos. Esto nos lleva al tercer criterio, que es el *tipo de representación* (de acuerdo al *tipo de representante*), que puede ser directa o mediada. Se observan correspondencias entre las diferencias de composición y las existentes en el nivel de la representación. Entre las que los representantes son los directamente los afectados, encontramos a las de minoristas autoconvocados. Estas se encuentran encabezadas por los propios bonistas o bien por abogados que patrocinan a grupos de éstos en demandas judiciales. Lo mismo sucede con las organizaciones de acreedores institucionales, en las que los representantes son autoridades de los fondos de inversión que los conforman. En estos casos hablamos de representación directa. Algo diferente encontramos entre los minoristas que son representados por instituciones bancarias y financieras, pues las caras visibles son autoridades de las instituciones o *lobbistas* profesionales de marcada trayectoria en el campo financiero, contratados y pagos para ejercer sus funciones. En este caso, hay delegación de la negociación en la figura de los representantes que no forman parte de la población afectada, por lo que hablamos de representación mediada.

Podemos entonces encontrar tres tipos de agrupaciones: de minoristas autoconvocados, de minoristas con representación mediada y de acreedores institucionales con representación directa, a nivel doméstico e internacional. Cada una de ellas presentaba características diferenciales que incidieron sobre la estrategia que llevaron adelante. Pasemos revista a los perfiles de las principales agrupaciones de

diferentes países, considerando algunas de sus características y elementos del contexto en el que se formaron.

### *Estados Unidos*

El *Argentine Bondholders Committee* (en adelante, ABC), de acreedores institucionales con representación directa, fue la primera organización en crearse y la única norteamericana. Surgió en noviembre de 2001, bajo los auspicios de la Asociación de Acreedores de Mercados Emergentes (EMCA) y la asesoría legal de la firma Mayer, Brown & Platt, una de las más importantes en Estados Unidos (La Nación, 09/01/2002), en un contexto marcado por las sucesivas operaciones con las que el gobierno de De la Rúa había intentado eludir el *default* (ver capítulo 3), pero que habían sido leídas por la comunidad financiera internacional como signos de las dificultades para atender los compromisos externos y de la inevitabilidad del mismo (Kulfas, 2005). Esta organización, estaba integrada por cerca de 90 acreedores institucionales, varios de ellos “pesos pesados” del mundo de los fondos de inversión (Página 12, 29/09/2002) entre los que se contaban Morgan Stanley; Granthman, Mayo, Van Otterloo & Co. LLC; HBK Investments; MN Services; Bear Stearns Asset Management; Depfa Investment Bank Limited; Van Eck Capital; Teacher’s Insurance and Annuity Association of America; Gramercy Investments, BNP Paribas Paris y Red Mountain Finance Incorporated, entre otros (Bruno, 2005). Uno de los principales temores de los inversores nucleados en el ABC era la posibilidad de un trato diferencial entre los acreedores locales y externos durante el proceso de reestructuración que Cavallo comenzó en noviembre de 2001 (cuyo “tramo externo” quedó trunco), por lo que buscaron coordinar estrategias de negociación y transmitir sus inquietudes al gobierno argentino (Santiso, 2003). Liderado por Hans Hume,<sup>65</sup> un hombre de las finanzas con amplia experiencia en la dirección de fondos de inversión en mercados emergentes, entre sus acciones más destacadas se cuentan la presentación, en diciembre de 2003, de una contrapropuesta de reestructuración en respuesta a la oferta de Dubai<sup>66</sup> y el impulso para la creación de un comité único de inversores extranjeros, que finalmente se materializó a principios de 2004, cuando se anunció la constitución del *Comité Global de Tenedores de Bonos de la*

---

<sup>65</sup> Para mayores datos, consultar su trayectoria en línea: <http://greylockcapital.com/team/hans-humes/>

<sup>66</sup> La propuesta establecía una quita nominal del 35%, plazos de entre 8 y 30 años y tasas de interés crecientes desde el 2,25 al 7,75% anual, y se basaba en proyecciones de superávit fiscal del 3,5% anual hasta 2007 y del 3% anual desde entonces; la refinanciación de los pagos al FMI hasta el 2014 y del resto de la deuda excluida de la reestructuración; y el retorno modesto a los mercados internacionales a partir de 2008 (ABC, 2003, Restructuring guidelines)

*Argentina* (CGBA o GCAB, por las siglas en inglés de *Global Committe of Argentina Bondholders*) (Bruno, 2004).

### *Italia*

A diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, el *default* de diciembre sí sorprendió a una gran cantidad de bonistas minoristas italianos que, seducidos por las altas tasas y asesorados por los bancos locales, habían adquirido títulos argentinos. La asimetría de información existente entre inversores institucionales y minoristas, en contextos de crisis, se hizo evidente en el caso italiano: desde mediados de 1999 hasta el mismo diciembre de 2001 más de 460 entidades bancarias, realizando una correcta evaluación de la situación del riesgo de mantener los *tango bonds* -como se los conocía- en su cartera, transfirieron más de USD 12.000 millones de éstos a varios cientos de miles de sus clientes que lejos se encontraban de ser inversores especializados o sofisticados sino que eran pequeños y medianos ahorristas, muchos de ellos jubilados (Página 12, 27/11/2004). La declaración de *default* dejó en evidencia esta operatoria, por lo que numerosos minoristas comenzaron acciones judiciales contra los bancos, pues éstos no habían advertido a sus clientes del riesgo implicado ni habían informado que en los prospectos de los bonos argentinos se reconocía que los mismos estaban destinados a operadores calificados (La Nación, 24/01/2005).

Es en este marco que el 18 de septiembre de 2002 a raíz de una resolución del Comité Ejecutivo de la ABI (Asociación Bancaria Italiana), ocho bancos (banca Antonveneta, banca Sella, San Paolo IMI, banco Intesa, Iccrea banca, banca Nazionale del Lavoro, Monte dei Paschi di Siena y Unicredito) formaron la *Associazione per la Tutela degli Investitori in Titoli Argentini*, generalmente conocida como *Task Force Argentina* (en adelante, TFA).<sup>67</sup> Si bien el objetivo explicitado fue brindar servicios de consultoría de asistencia y negociación gratuita para los casi 500 entidades colocadoras y sus clientes, lo cierto es que la creación de la TFA supuso una jugada estratégica para defenderse y neutralizar estas acciones contra los bancos.

Para desligar a los mismos de su responsabilidad, la TFA procuró obtener la representación de la mayor cantidad posible de tenedores minoristas y llevó adelante un fuerte trabajo de *lobby* contra el Estado y el gobierno argentinos, cargando la responsabilidad exclusivamente sobre ellos, convirtiéndose en la agrupación más crítica,

---

<sup>67</sup> De acuerdo a su página web, la TFA reunía a 463 entidades que operaron con bonos argentinos (<https://web.archive.org/web/20170825064159/http://tfargentina.it/>)

combativa e inflexible en sus posiciones. El encargado de representar públicamente a la TFA fue Nicola Stock, ex director general de Banca di Roma –en ese momento jubilado-, contratado y nombrado presidente en noviembre de 2002. Desde entonces tendría un fuerte protagonismo, participando de las negociaciones como un “duro”, criticando públicamente al gobierno, reclamando al FMI y a las autoridades italianas la intervención en defensa de los intereses de los bonistas y realizando “contra-*roadshows*” en diferentes puntos del globo para ganar adeptos a su posición de rechazo categórico a las ofertas argentinas.<sup>68</sup>

Frente a la posición predominante y los recursos de diverso tipo con que contaba la TFA (constituida en una agrupación de minoristas con representación mediada), algunos de los minoristas desencantados con los bancos, decididos a que los mismos también asumieran su cuota de responsabilidad frente a sus otrora clientes, se agruparon en organizaciones más pequeñas como el *Comitato de Creditori Italiani* y el *Sindacato Italiano Tutela Investimento e Risparmio*.<sup>69</sup>, ambas lideradas por abogados (Mauro Sandri y Doménico Bacci, respectivamente). Este tipo de organizaciones de minoristas autoconvocados (a las que se sumaban otras menos importantes) festejaban reuniones periódicas en teatros o espacios similares y tenían activos foros de discusión en internet. Privilegiaban la vía judicial, pues rápidamente iniciaron numerosas acciones legales contra la Argentina y contra los propios bancos, logrando tempranamente embargos y bloqueos de fondos destinados al Estado argentino. Adoptaron posturas muy duras durante las negociaciones, no solo contra el gobierno y los bancos, sino también contra el FMI, con quien pedían compartir las pérdidas.

### *Alemania*

La negociación con la fracción italiana de acreedores no fue la única difícil y conflictiva. En Alemania también encontramos diversas organizaciones de acreedores, que podemos distinguir en función del carácter de la iniciativa para su creación, sean los propios bonistas o las instituciones bancarias y financieras: los primeros organizaron la *First German Bondholders Society*, también conocida como *Comunidad de Intereses en la Argentina* o *IGA (Interessengemeinschaft Argentinien)* y los segundos la *Argentina Bond Restructuring Agency* (en adelante, ABRA).

---

<sup>68</sup> Nicola Stock se jactaba de sus contactos políticos en Washington, de su trato habitual con la funcionaria del FMI Anne Krueger y de sus visitas a las oficinas del Tesoro norteamericano (Página 12, 17/04/2004).

<sup>69</sup> También se canalizaron reclamos a través de asociación de consumidores

La Comunidad de Intereses de Argentina (IGA, por sus siglas en alemán) fue la organización más importante de autoconvocados. Esta entidad sin fines de lucro formada en 2002, decía representar, de manera genérica, a “acreedores privados” afectados por las cesaciones de pago de la República Argentina y de la Provincia de Buenos Aires. A pesar de que la organización se asoció a ABC, que nucleaba mayormente institucionales, era identificada con el grupo de ahorristas alemanes minoristas. Su cara visible era su presidente, Stefan Engelsberger,<sup>70</sup> un bonista teutón que pedía discutir las acreencias del FMI y sustituir el bono ligado al PBI por un título conectado al “desarrollo” a partir de la consideración de indicadores sociales (La Nación, 16/10/2003).

De manera similar a lo ocurrido con la TFA, la ABRA fue creada formalmente en mayo de 2003 por la Asociación Alemana de Defensa de Propietarios de Valores (DSW por sus siglas en alemán) y un consorcio de bancos europeos bajo la dirección del segundo banco alemán, el Hypovereinsbank, lo que la constituía en una agrupación de minoristas con representación mediada. Creada con la finalidad de representar y defender a los inversores minoristas europeos (pues además de los alemanes, incluía a bonistas de Austria, Holanda y Luxemburgo), ABRA fue fundada como una sociedad con fines específicos (*special purpose company*) bajo ley irlandesa. Tenía un funcionamiento particular, que la diferenciaba del resto: aquellos tenedores que desearan participar, debían entregar sus bonos en canje por certificados emitidos por ABRA. Desde entonces, como propietario legal de los bonos, ABRA representaba a los tenedores en las negociaciones, que eran llevadas a cabo por un equipo contratado. La participación era voluntaria y los inversores podían retirarse antes de que se alcanzase un acuerdo y recuperar sus bonos, previo pago de una comisión. Al llegar a un acuerdo de reestructuración, ABRA cobraría los pagos efectuados y/o los nuevos valores emitidos y los distribuiría entre los tenedores de los certificados, mediando el abono de comisiones u honorarios (FMI, 2003).<sup>71</sup>

El equipo negociador contratado por la entidad estaba formado por dos personajes de renombre en el mundo financiero y político, Adam Lerrick (La Nación, 24/07/2004) y

---

<sup>70</sup> Engelsberger era realmente un excéntrico personaje. Vendía chopps de cerveza con ilustraciones alusivas al *default*, se presentaba a las negociaciones exhibiendo la escarapela argentina o el certificado de bonos, e incluso llegó a realizar una *performance* en la reunión anual del FMI y el BM en 2006, tirado en el suelo, encapuchado, maniatado y vestido con una camiseta de la selección argentina de fútbol.

<sup>71</sup> En el contexto de las discusiones sobre las soluciones para resolver crisis de deuda, el FMI (2003) citaba a ABRA como uno de los mecanismos que habían surgido frente al *default* argentino y que podían solucionar algunos problemas de coordinación de acreedores.

Angel Gurría. La cara más visible fue Lerrick, un economista conservador norteamericano, ex gerente de Credit Suisse First Boston y de Salomon Brothers, asesor en la Cámara de Representantes y colaborador de Allan Meltzer.<sup>72</sup> El economista fue caracterizado por el secretario de Finanzas Guillermo Nielsen como uno de los negociadores “más rebeldes”, a pesar de que en 2001 aparecía como promotor de la cesación de pagos y la reestructuración como soluciones para países en dificultades como la Argentina. “Sin un *default* la deuda no puede ser reestructurada en forma efectiva; cuando hay otra opción, ningún inversor toma voluntariamente una pérdida” (La Nación, 13/01/2004) sostenía por entonces, al tiempo que organizaba encuentros en los que presentaba, frente a firmas de inversión, ejercicios de simulación de canje para defender su postura. Incluso hubo rumores, durante los últimos días de 2001, que podría ser nombrado, junto con Meltzer, asesor del gobierno argentino en la negociación de la deuda (La Nación, 29/12/2001). Lo cierto es que, en nombre de la organización a la que representaba, Lerrick insistía en que el objetivo era “mantener el valor nominal de los títulos”, pudiendo negociarse plazos de vencimiento más largos y rebajas de los intereses, pero no quitas. El otro portavoz, Angel Gurría,<sup>73</sup> también economista, había ocupado, entre otros, los cargos de Secretario de Relaciones Exteriores de México (desde diciembre de 1994 hasta enero de 1998) y de Secretario de Hacienda y Crédito Público (desde enero de 1998 hasta diciembre de 2000) los que le daba un amplio conocimiento y contactos en el sector público y en el mundo de las finanzas internacionales (La Nación, 29/12/2001).

#### *La coordinación internacional de las agrupaciones extranjeras*

La primera instancia de coordinación entre agrupaciones fue impulsada por las dos organizaciones de minoristas con representación mediada europeas, la alemana ABRA y la italiana TFA las cuales formaron, a principios de septiembre de 2003, el *International Group of Rome* (IGOR). Este grupo fue el antecedente inmediato del GCAB, “supercomité” global de acreedores cuya formación se hizo oficial a principios de enero

---

<sup>72</sup> Lerrick participó junto a Meltzer de la International Financial Institution Advisory Commission, llamada también “comisión Meltzer”, formada en 1998 en el Congreso de los Estados Unidos. La misma tenía como objetivo examinar el rol del FMI y el BM y realizar recomendaciones de políticas hacia los mencionados organismos. En su informe final, entregado en 2000, se criticaba la intervención de dichos organismos en los países en desarrollo durante las décadas de los '80 y '90, se sugería modificar sus funciones y limitar su accionar.

<sup>73</sup> Gurría es, actualmente y desde 2006, secretario general de la OCDE (ver <http://www.oecd.org/about/secretary-general/angel-gurría-cv-es.htm>)

de 2004, como mencionamos anteriormente.<sup>74</sup> El GCAB contó entre sus miembros a las asociaciones agrupadas en IGOR, más la norteamericana de acreedores institucionales ABC y los japoneses Bank of Tokio-Mitsubishi y Shinsei Bank,<sup>75</sup> mientras la Swiss Bankers Association, el Deutsche Bank y el DZ Bank participaron en calidad de observadores (Basualdo, 2015; Bruno, 2005). El GCAB decía representar a tenedores de más de USD 37.000 millones, entre los que se contaban más de 500.000 minoristas y más de 100 instituciones, bancos, asociaciones y comités. Además, conforme se desarrollaban las tratativas, buscó acercarse e incorporar a una de las asociaciones argentinas de minoristas para ganar mayor legitimidad y tener su pata local, objetivo que solo fue alcanzado parcialmente.

### *Argentina*

En nuestro país se concentraba la mayor cantidad de tenedores. Aunque surgieron varias agrupaciones de minoristas autoconvocados,<sup>76</sup> se destacaron dos: la más importante en cantidad de miembros es la aún activa *Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default* (ADAPD), seguida por la disuelta *Asociación de Ahorristas de la República Argentina* (AARA). Es necesario advertir que estas asociaciones no reunían exclusivamente a tenedores de bonos en mora “que confiaron en el país”, sino también a afectados por el “corralón” y la pesificación.<sup>77</sup> AARA, fue la primera en formarse, como organización no gubernamental, a partir de una organización preexistente el llamado “Comité de Bonos” que tuvo su origen en las manifestaciones públicas y los foros de internet, que constituían los medios de interrelación de ahorristas y de conformación de agrupaciones (Schilman, 2004).

---

<sup>74</sup> Contaba con dos *co-chairs*, Stock y Hume, cabezas de dos de las grandes asociaciones miembro.

<sup>75</sup> En Japón, sucedió algo similar a lo sucedido con parte de los bonistas italianos, fueron representados por los bancos que los asesoraron en la adquisición de los bonos argentinos.

<sup>76</sup> Como “Damnificados 2002” entre otras.

<sup>77</sup> A principios de diciembre de 2001, para contener la corrida contra el peso y el drenaje de depósitos y reservas se impusieron severas restricciones al retiro de fondos depositados a la vista y en caja de ahorro en los bancos, lo que posteriormente se conoció como “corralito”. Poco después, la inmovilización se extendería a los depósitos a plazo, configurando el denominado “corralón”. La llamada pesificación asimétrica se implementó en febrero de 2002 para evitar una ola de incumplimientos de contratos y quiebras generalizadas en el sistema bancario, dado el importante descalce existente entre activos y pasivos luego de la salida de la convertibilidad. La misma supuso la conversión de las obligaciones nominadas en moneda extranjera a pesos a un tipo de cambio preferencial: los préstamos en a razón de \$1 por dólar y los depósitos a \$ 1,40 por dolar, indexándose por CER (Damill y Frenkel, 2013; Rubini, 2012). Posteriormente se pesificarían también las obligaciones y títulos de deuda soberana emitidos bajo ley argentina pero nominadas en moneda extranjera.

La ADAPD fue un desprendimiento de AARA.<sup>78</sup> Esta organización se constituyó como asociación civil en 2003<sup>79</sup> y fue la que tuvo mayor visibilidad durante las negociaciones, además de ser la más confrontativa. ADAPD se destacó por presentar una contrapropuesta de un bono a perpetuidad y por entablar conversaciones con los dirigentes del GCAB, que buscaban su incorporación al supercomité. Si bien esto no se logró, en octubre de 2004, luego de meses de negociaciones, ambas asociaciones dieron a conocer una serie de reclamos comunes.<sup>80</sup>

Entre los inversores institucionales con representación directa estaba la Unión de AFJPs (UAFJP), corporación empresaria que nucleaba a las 12 aseguradoras de fondos de pensión existentes al momento del *default*.<sup>81</sup> En 2003 contaban con más de 9 millones de afiliados, 3 millones de aportantes, y habían acumulado fondos por \$ 44.515 millones.<sup>82</sup> Los títulos públicos nacionales constituían el 71,13% de su cartera, con el 4,87% correspondiente a los préstamos garantizados, que se encontraban en situación *performing* (UADE, 2003). Siendo importantes actores a nivel doméstico, jugaron un papel crucial en el canje, pues al acordar su ingreso dieron al gobierno un importante piso de adhesión. Durante las negociaciones, mantuvieron posiciones moderadas y cautelosas, sosteniendo permanentemente que defendían los fondos de sus afiliados y que, de haber quitas elevadas, se verían perjudicados éstos, sus familias y sus futuras jubilaciones. Esto les permitió que obtuvieran un trato diferencial respecto a otros acreedores, que desarrollaremos más adelante.

## **2.2.2 Las diversas estrategias de las agrupaciones: entre la negociación y la judicialización**

---

<sup>78</sup> La separación fue conflictiva, tal como lo muestra Schilman (2004)

<sup>79</sup> [www.adapd.org.ar](http://www.adapd.org.ar)

<sup>80</sup> Estos reclamos incluían que los bonos par satisfagan el 100% de lo reclamado por los inversores minoristas; que se reconozca la totalidad de los intereses vencidos desde el *default*; un pago parcial en efectivo de los intereses; el mantenimiento de la moneda y la legislación de los bonos originales; y la creación de garantías de pago (La Nación, 2 de octubre de 2004).

<sup>81</sup> A diferencia de las restantes organizaciones, UAFJP no fue creada con motivo del *default*, sino que preexistía. La UAFJP se conformó en 2002 debido a la fusión de las dos entidades corporativas previamente existentes en el sector, ASAP -Asociación de Administradoras privadas- y CAFJP - Cámara de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones. La misma nucleaba a la totalidad de las AFJP que operaban en nuestro país (Arauca Bit, Consolidar, Futura, HSBC Máxima, Met, Nación, Orígenes, Previsol, Profesión+Auge, Prorenta, Siembra y Unidos), con el propósito de representar y defender los intereses comunes de las Administradoras

(<https://web.archive.org/web/20051025100259/http://www.uafjp.org.ar:80/>)

<sup>82</sup> A septiembre de 2003, en pesos corrientes (UADE, 2003)

Observando a los diferentes grupos, podemos decir que el primer movimiento estratégico, el de asociarse, fue adoptado de manera extendida. A pesar de las dificultades para la coordinación, los acreedores lograron articularse colectivamente, primero a nivel local y luego internacionalmente. En relación a esto, si bien no es novedoso el hecho de la coordinación internacional (ya había tenido lugar durante la crisis de los años 80), sí lo es el que esta se diera sin la coordinación permanente y explícita del sector oficial.<sup>83</sup> A pesar de esta fortaleza relativa, las divergencias entre las agrupaciones eran muchas y muy marcadas, lo que se reflejaba en diferentes aspectos de sus acciones. Las diferencias de composición, los recursos y los intereses de los múltiples grupos de acreedores se manifestaron claramente en los lineamientos estratégicos que siguieron y en la fortaleza de sus respectivas posiciones negociadoras.

En relación a las estrategias, podemos decir que frente a un escenario de *default*, los acreedores privados tienen las siguientes opciones: 1) entablar negociaciones con el gobierno deudor; 2) iniciar demandas judiciales (o amenazar con iniciarlas);<sup>84</sup> o bien 3) combinar de manera variable las dos anteriores. En el caso argentino, la mayoría de los acreedores eligió esta tercera opción: implementaron una estrategia predominantemente distributiva-confrontativa, que combinaba (de manera diferencial) la negociación dura a través de sus representantes con la realización de presentaciones ante la justicia (o advertir que se harían a futuro). Es menester señalar que también articularon un discurso crítico hacia el modo de llevar las negociaciones por parte del gobierno argentino (cuestionando la “buena fe”),<sup>85</sup> que acompañaron de demandas permanentes de mejora de los lineamientos financieros de la reestructuración, y una escasa predisposición a

---

<sup>83</sup> La crisis de deuda de los 80 mostró que la intervención del sector oficial es clave. Aunque podríamos pensar que los bancos acreedores representaban un universo más homogéneo, lo que facilitaba su coordinación y su acción ordenada, lo cierto es que existían intereses divergentes. El manejo de la crisis, del lado acreedor, estuvo a cargo de los comités representativos de los bancos que contaban con el apoyo y asistencia del FMI y del Tesoro de los EEUU. De esta forma, se constituyó un verdadero cartel acreedor que logró imponer, desde muy temprano, los principales lineamientos en las tratativas. Frente a los enfrentamientos y tensiones entre los participantes de los comités, los organismos internacionales y los grandes bancos norteamericanos pudieron someter a las entidades más pequeñas de diferentes países a la lógica dominante de la negociación (Schvarzer, 1984). El FMI tuvo un papel central como administrador de la crisis y coordinador político del cartel acreedor durante las negociaciones, manteniendo en línea a las propias entidades para que lleven adelante una acción unitaria y coherente por encima de sus diferencias (Aschntrupp Toledo, 1987)

<sup>84</sup> Debemos señalar que la vía judicial es costosa, en términos de tiempo y dinero, por lo cual en la mayoría de los casos sólo puede ser sostenida consistentemente por los grandes actores. En el caso de los acreedores argentinos sólo una pequeña parte eligió una estrategia exclusivamente judicial (los llamados fondos *buitre*, con los que siguió el conflicto después del canje).

<sup>85</sup> Entre los acreedores minoristas se articulaba un discurso ligado a la estafa. Los ahorristas argentinos manifestaban haber sido objeto de un “engaño”, al depositar, a través de la inversión en títulos públicos, su “confianza” en el país ([www.adapd.org.ar](http://www.adapd.org.ar)).

realizar concesiones y a aceptar las sucesivas propuestas gubernamentales, llegando incluso a presentar contrapropuestas con diferente nivel de complejidad.<sup>86</sup>

En relación a la combinación de las líneas de acción señaladas, entre las organizaciones de autoconvocados (de manera marcada en las extranjeras), predominó el elemento judicial, pues tendieron a comenzar muy tempranamente las demandas (recordar que dijimos que varias tenían a la cabeza a abogados patrocinantes), mantenerlas e incrementarlas en el tiempo.<sup>87</sup> Por su parte, las institucionales o con representación institucional privilegiaron la negociación, utilizando durante las mismas la amenaza de accionar judicialmente.

Estas estrategias, con predominio de uno u otro elemento, se relacionan con la posición negociadora de las agrupaciones, que respondía a varios factores, íntimamente asociados.

En primer lugar, responde a elementos estructurales de la actual configuración y funcionamiento del sistema financiero internacional que impactan sobre la composición de la población de prestamistas. Podemos decir que el actual contexto torna relativamente más débil la posición negociadora en relación a otros momentos históricos. Por ejemplo, durante la crisis de deuda de los 80, el mantenimiento de la situación de mora de manera indefinida<sup>88</sup> hubiese puesto en riesgo el funcionamiento del sistema financiero, pues los principales bancos internacionales estaban fuertemente expuestos a la deuda de los países latinoamericanos y su patrimonio se encontraba muy comprometido. Nada de esto sucedía en 2003, no al menos en la escala observada en los '80. Que un grupo limitado de acreedores privados no cobrase sus derechos sobre títulos de un único país no suponía riesgos sistémicos de magnitud a nivel internacional.<sup>89</sup>

Por otro lado, la atomización de intereses y orientaciones entre los bonistas -nota que define a los inversores en el estadio actual de la globalización financiera-, reflejada en el plano de las organizaciones afectó a los acreedores privados como un todo. A pesar de

---

<sup>86</sup> Estas contrapropuestas eran diferentes según el acreedor que se considere y los lineamientos generales de inversión que los orientaban. Por ejemplo, mientras los institucionales estaban más preocupado por el mantenimiento del valor presente de los títulos, por lo que procuraban reducir al mínimo el monto de la quita o *haircuts*, los minoristas (si bien también defendían el principal de sus bonos) deseaban asegurar el cobro las rentas, por lo que presentaron propuestas como la del bono a perpetuidad sin devolución del capital

<sup>87</sup> Como ejemplo de esto, podemos recuperar los dichos de Mauro Sandri, abogado italiano que inició más de 2500 juicios contra la Argentina, quien manifestaba “para recuperar el dinero hay que llenar los tribunales” (La Nación, 18/01/2005).

<sup>88</sup> Que involucraba, por otro lado, a una multiplicidad de países latinoamericanos.

<sup>89</sup> Aunque sí creemos que existían riesgos para el sistema de jubilaciones privadas a nivel local, de allí el interés mutuo entre las AFJPs y el gobierno de llegar a un acuerdo aceptado por ambas partes

los avances en la coordinación observamos que, primero a nivel de cada país, el clivaje entre institucionales/de representación mediada y autoconvocados (incluso al interior de este subuniverso); y segundo, a nivel internacional, la imposibilidad del GCAB de involucrar a todas las asociaciones y eliminar las tensiones entre sus adherentes, reprodujeron la fragmentación que debilitó la posición del conjunto acreedor.<sup>90</sup> A estos dos elementos de debilidad, se los intentó compensar con diversas estrategias confrontativas.

La imposibilidad de crear una instancia unificada a nivel internacional respondió principalmente a una cuestión de intereses divergentes, pero también se vio influida por los diferentes recursos disponibles para cada uno de estos tipos de asociación. En este sentido, encontramos el segundo elemento, que permite comprender la posición negociadora no ya del conjunto, sino de las diferentes agrupaciones: la disponibilidad de recursos financieros, sociales, políticos, informativos, institucionales y de representación. De allí puede deducirse que el acceso y posesión diferencial de estos recursos se reflejaron en no sólo diferentes competencias para la organización colectiva, la implementación de estrategias y la negociación, sino (y fundamentalmente) en las posibilidades de lograr apoyos de o neutralizar actores, en el doble nivel considerado.

En este sentido, nuevamente la división fundamental es entre minoristas autoconvocados, por un lado, y organizaciones de institucionales y de minoristas con representación mediada, por el otro.

Estos dos últimos tipos de organizaciones presentaban una variedad de recursos que los fortalecieron considerablemente en su posición negociadora. Una de sus mayores ventajas fue contar como representantes a individuos del mundo de las finanzas o la política, con redes de contactos (formales e informales) en esas esferas, reconocida *expertise*, acceso a información privilegiada y experiencia en acciones de *lobby* y en negociaciones, tanto a nivel nacional como internacional. En general su grado de representatividad es mayor, pues concentran o a un gran número de individuos o a pocas, pero importantes empresas e instituciones financieras, lo que hacía que concentrasen una parte importante del stock de títulos a reestructurar. Cuentan además con estructuras institucionales preexistentes, que les permiten solventar los costos económicos y de organización implicados en la implementación de sus estrategias. Esto, por supuesto, les brinda prerrogativas que les permiten movilizar importantes apoyos

---

<sup>90</sup> Además, esta fragmentación fue promovida y potenciada por el gobierno en las negociaciones

políticos de terceros actores, en los dos niveles en que transcurre la negociación. El caso más emblemático fue el del GCAB, que logró que el FMI se alineara con sus intereses<sup>91</sup> y lo promoviera como el único interlocutor válido, por considerarlos la organización más representativa. Esto permite también entender la estrategia de privilegiar el diálogo y la negociación como instancia para presionar a los oponentes en favor de sus intereses.

En contraste, las organizaciones de minoristas poseían escasos recursos. Aunque varias contaban con aportes de sus socios por cuotas de afiliación, eran muy inferiores a los que podían brindar los bancos e instituciones financieras. Además, no poseían una estructura previa, en general representaban grupos reducidos,<sup>92</sup> y al tratarse de abogados e inversores no sofisticados no contaban con la información, las redes, los conocimientos ni la experiencia, lo cual limitaba su poder de negociación. Esta debilidad está en el origen del fuerte componente legal en la estrategia de estos grupos.

En tercer lugar, esta posición debe analizarse considerando los escenarios doméstico e internacional de las diferentes agrupaciones, y la posición tomada por los actores en los mismos. La debilidad estructural de los acreedores no significó que éstos no recurrieran a sus gobiernos o a instancias multilaterales, o que estas fueran completamente indiferentes. Sin embargo, los reclamos de las asociaciones tuvieron eco diferencial en función de la coyuntura nacional e internacional, el volumen de afectados y la capacidad de presión de las asociaciones.<sup>93</sup> En el caso de ABC, con el gobierno de Bush apuntalando la posición argentina, tuvo pocas posibilidades de que intercediera para fortalecer la propia: los acreedores norteamericanos eran pocos e institucionales, con espaldas para afrontar pérdidas, lo que no se afectaba el clima social ni el sistema financiero en el país del norte.<sup>94</sup> . Algo bien diferente pasaba en Italia, donde más de medio millón de minoristas se vieron alcanzados por la cesación de pagos. La composición social (pequeños ahorristas, jubilados) y el número de afectados generaron un verdadero problema social y político que, en medio de un clima “antiargentino”,

---

<sup>91</sup> Podemos decir que incluso compartían algunos, por ejemplo, la búsqueda de un acuerdo de reestructuración que se enmarcara dentro de los parámetros tradicionales del organismo, privilegiara la aceptabilidad e implicara pérdidas moderadas para los acreedores

<sup>92</sup> Además, por ser minoristas, sus acreencias individuales eran modestas, por lo que conjuntamente representaban un monto relativamente pequeño del capital a negociar

<sup>93</sup> Al menos al principio de la crisis y de las negociaciones

<sup>94</sup> En este sentido, el costo de negar apoyo a los fondos de inversión era menor que el de negar apoyo a Kirchner, en función de los intereses que poseía la administración republicana en relación a la Argentina

debió ser manejado tanto por los bancos como por el gobierno italiano.<sup>95</sup> Alineándose tempranamente con los intereses de TFA (con mayor capacidad de presión), el gobierno italiano buscó fortalecer su posición presionando a Argentina, en detrimento de los pequeños ahorristas. No obstante, la posición de los minoristas que optaron por “correr hacia los tribunales” fue sostenida por el sistema judicial italiano, pues la sucesión inicial de sentencias favorables contribuyó a que se sumaran presiones sobre la República y se robusteciera la vía judicial. En Argentina, en tanto el deudor era el propio Estado, la posición de los tenedores locales se veía debilitada por la imposibilidad de buscar terceras partes locales que intercedieran.<sup>96</sup> No todas las agrupaciones argentinas, sin embargo, estaban en igualdad de condiciones. Las más debilitadas serían las minoristas, mientras la institucionales, dado la situación aún difícil del sistema financiero –lo que hacía que compartieran con el gobierno el interés de no sumar nuevos trastornos en ese frente- se encontraban más fuertes al momento de encarar las negociaciones.

Si la relación con actores domésticos debe obligadamente analizarse en el plano local de cada agrupación, a nivel internacional, en el caso de los actores multilaterales y su influencia sobre la posición de las mismas, vuelve a aparecer como relevante la distinción entre minoristas autoconvocados y agrupaciones de representación mediada e institucionales. Así, los comportamientos del FMI y del G7 mostraron claras diferencias en este punto, pues favorecieron los intereses del segundo grupo (fundamentalmente integrado por asociaciones extranjeras agrupadas en GCAB), al pedir explícitamente que fueran interlocutores preferenciales durante las negociaciones, en detrimento de los minoristas autoconvocados. Adicionalmente, las críticas de la mayor parte de éstos últimos al Fondo, alejaban sus posturas y con ello, las posibilidades de recibir avales del organismo.<sup>97</sup> En este plano, debe también considerarse la situación económica y financiera del deudor. Al comienzo de las tratativas, la difícil situación económica, social y política perjudicaba las posiciones negociadoras de los acreedores, quienes no podían hacer valer sus pretensiones de lograr condiciones de repago más atractivas en tanto las mismas significaban mayor ajuste doméstico. Conforme pasara el tiempo y la República presentara mejores resultados e indicadores, su posición se vería fortalecida,

---

<sup>95</sup> A los numerosos reclamos judiciales contra el país y los bancos, se organizaban de protestas frente a la embajada en Roma y se realizaban llamados a boicotear los productos argentinos.

<sup>96</sup> Dada además el amplio consenso entre los actores empresarios y políticos argentinos en torno a la necesidad de realizar una dura oferta que permitiera fortalecer el sendero del crecimiento

<sup>97</sup> Sin embargo, esto se vería después contrarrestado por el propio gobierno argentino al convocar a diferentes agrupaciones al diálogo, como forma de horadar la posición predominante del GCAB

socavando las posibilidades del gobierno de mantener la oferta en los términos originales. Sin embargo, éste apelaría a la necesidad de sostener la recuperación de la economía argentina, como forma de minar la postura de los acreedores.

Por último, debemos considerar el estilo de negociación, en el que no encontramos diferencias sustantivas entre agrupaciones. La mayoría de éstas presentaba un estilo predominantemente inflexible, que se manifestaba en los permanentes rechazos a las sucesivas ofertas. La mayor parte de ellas era intransigente respecto a muchas de las condiciones presentadas por el gobierno, especialmente la quita sobre el capital, pero se mostraba dispuesta a negociar sobre otras, aunque luego rechazara las modificaciones. Esto se complementaba, en el caso de las organizaciones de acreedores institucionales y de representación mediada, con un discurso tendiente a ponderar las bondades de las soluciones de mercado y de las políticas que permitirían aumentar la capacidad de pago argentina.<sup>98</sup> En esta línea, Nicola Stock decía “si la Argentina no puede pagar, no es problema nuestro. Recibió el dinero en su momento y supongo que lo habrá invertido en algo. No vamos a aceptar que nos reduzcan el capital” o “supongo que Lavagna desea satisfacer a los argentinos, pero también a los inversores internacionales. Porque hay que pensar que en algún momento tendrá que volver a los mercados” (La Nación, 22/03/2003).

Podemos concluir diciendo entonces que encontramos, en el inicio de las negociaciones, similitudes estratégicas entre los actores sentados a ambos lados de la mesa de tratativas. Tanto el gobierno argentino como los grupos de bonistas llevaron adelante una estrategia mayormente confrontativa, con mayor peso del elemento negociador o judicial en el caso de las asociaciones de acreedores, según el caso. Las mismas deben comprenderse además considerando el estilo de negociación (en el que también encontramos un patrón generalizado de inflexibilidad) y la posición negociadora de las partes –atendiendo a los actores presentes en el doble nivel en que se insertan las acciones-, sobre la que encontramos un mayor grado de variabilidad de acuerdo a diferentes dimensiones que se deben considerar.

El análisis del accionar del gobierno aparece como relativamente más sencilla, en tanto el equipo negociador tiene mayores niveles de cohesión y coherencia que el universo disperso y heterogéneo de bonistas. Para abordar esta otra parte involucrada en las tratativas, la tarea aparece como más compleja. Sin embargo, podemos decir a priori

---

<sup>98</sup> Ver ABC (2003) y GCAB (2005)

que la “eficacia” de estas estrategias (en términos de capacidad de influencia en las negociaciones y sobre los resultados de la reestructuración) puede pensarse como dependiente de las características de los inversores que agrupe, el tamaño de las organizaciones, el monto de deuda que represente y los recursos de muy diferente tipo a los que tenga acceso. Inicialmente, de acuerdo a lo que vimos hasta aquí, la balanza parecía estar inclinada a favor de las agrupaciones de institucionales y de minoristas con representación mediada. No obstante, para llegar a conclusiones no basta con analizar perfiles, condiciones iniciales ni lineamientos estratégicos generales. Es necesario atender al proceso complejo que se desarrolla en el tiempo, en el que interactúan todos estos elementos simultáneamente, modificándose (o no) conforme avanzan las negociaciones y los actores toman decisiones. Lo hacemos a continuación.

### **Capítulo 3. El enfrentamiento entre los acreedores privados y el gobierno de Néstor Kirchner durante el proceso de negociación de la deuda pública**

En este capítulo nos ocuparemos de analizar la dinámica confrontativa de la negociación entre Argentina y los principales grupos de acreedores privados, a partir de la consideración de las estrategias de los negociadores. Para esto, comenzaremos por describir brevemente el ciclo de endeudamiento que llevó al *default* y las primeras medidas al respecto tomadas por el gobierno de Duhalde, para luego ocuparnos de las diferentes etapas de la negociación que tuvo lugar bajo la administración de Néstor Kirchner, marcadas por los sucesivos anuncios del gobierno y las respuestas de los acreedores: la primera propuesta realizada en Dubai en septiembre de 2003, la flexibilización de estos lineamientos con la llamada “propuesta de Buenos Aires” en junio de 2004, el lanzamiento de la oferta global en noviembre de 2004 y la apertura del canje en enero de 2005.

#### **3.1 El derrotero reciente de la deuda argentina: de la última dictadura a la administración de Eduardo Duhalde**

El hasta entonces mayor *default* soberano de la historia no puede entenderse sin atender al proceso de endeudamiento previo y la dinámica de relaciones asociadas, del que es consecuencia. La cesación de pagos de 2001 fue la culminación de un largo ciclo de endeudamiento iniciado con la instauración del modelo de la valorización financiera, durante la última dictadura militar (Basualdo, 2017). La transformación en el patrón de funcionamiento macroeconómico implementada por el gobierno de facto<sup>99</sup> convirtió a los pasivos públicos en un elemento central para solventar las estrategias especulativas de acumulación vía renta financiera de los principales agentes del mercado local,<sup>100</sup> y tuvo importantes derivaciones: la acumulación de niveles de deuda pública insostenibles, la injerencia creciente de los acreedores sobre los lineamientos de la política económica local a través de programas de ajuste promovidos por el FMI y la transferencia de una enorme masa de recursos para su pago explican en gran medida el deterioro de las cuentas fiscales y externas, de las condiciones de vida de amplias

---

<sup>99</sup> Esta transformación, sufrida en un contexto global marcado por la avanzada del proceso de financiarización desarrollado desde inicios de la década del '70, supuso el abandono del modelo de industrialización por sustitución de exportaciones vigente desde la segunda posguerra

<sup>100</sup> Entre las grandes empresas oligopólicas que conformaban el núcleo del sector privado local también se observó un crecimiento acelerado de su endeudamiento con el exterior (Basualdo, 2017)

franjas de la población, los desequilibrios económicos y las persistentes trabas al desarrollo. El endeudamiento, que aumentó de manera exponencial durante el gobierno dictatorial, continuó su movimiento ascendente durante los '80, para intensificarse en los '90 de la mano del esquema de la convertibilidad, se volvió imposible de atender a inicios del nuevo siglo.

Luego de numerosos intentos por evitar la cesación de pagos durante el gobierno de Fernando de la Rúa, entre los que se destacan el “blindaje” y el “megacanje”, y en el marco de una crisis económica, política y social sin precedentes en la que se sucedieron cuatro presidentes en pocas semanas, el puntano Adolfo Rodríguez Súa declaró la suspensión del servicio de una parte de los USD 144.453 millones que alcanzaba entonces la deuda pública (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).<sup>101</sup> Durante la administración de Eduardo Duhalde, el *default* se oficializaría, el *stock* de deuda pública bruta se expandiría en unos U\$S 28.184 millones,<sup>102</sup> pero las tratativas para avanzar en la salida del *default* con los privados serían escasas. Los diferentes actores locales e internacionales, así como también los funcionarios de la cartera económica, sostenían que se debía esperar a la asunción del nuevo gobierno para que éste estableciera los parámetros de la oferta y negociara con los acreedores. Luego de alcanzar el acuerdo *stand by* de transición con el FMI, los primeros meses de 2003 se dieron dos pasos para avanzar en las tratativas con los acreedores: 1) la contratación del primer asesor financiero<sup>103</sup> a través de una oferta pública;<sup>104</sup> y 2) el inicio de los contactos formales.

En marzo de 2003 tuvo lugar la primera gira internacional del secretario de finanzas para entrevistarse con acreedores e instituciones financieras, que lo llevaron a Estados Unidos, Japón e Italia. Nielsen manifestó que se promovería la cooperación –la intención era compartir expectativas con los bonistas, pues de allí debía surgir acuerdos

---

<sup>101</sup> La misma se hizo efectiva el 3 de enero de 2002, cuando el Tesoro no pagó el vencimiento de un eurobono inicialmente nominado en liras, transformado a euros, por un equivalente a USD 38 millones (La Nación, 03/01/2002)

<sup>102</sup> Este incremento se explica por varios procesos ligados a la crisis económica y financiera y al colapso del régimen de convertibilidad: la intervención en el sistema financiero a través de la “pesificación asimétrica”, el traspaso de pasivos de los estados provinciales a la órbita nacional, el reconocimiento de obligaciones con empleados, jubilados y proveedores y la indexación de la deuda inicialmente emitida en moneda extranjera bajo legislación argentina que fue convertida a pesos ajustados por CER (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005). Estas intervenciones sobre el sistema financiero, que aumentaron considerablemente el nivel del endeudamiento público, supusieron un reparto de pérdidas particular, que benefició al capital concentrado (integrado por grandes empresas endeudadas y por el sector financiero) en detrimento de los pequeños ahorristas y de la sociedad en su conjunto (Allami, 2013)

<sup>103</sup> El asesor financiero tenía a su cargo las tareas de asesoramiento económico-financiero en todo lo atinente a la reestructuración y negociación de la deuda pública (Resolución 594/2002). El mismo se sumaba al asesor legal, el estudio Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, con sede central en Nueva York.

<sup>104</sup> El banco elegido fue Lazard Frères, entidad francesa dedicada al asesoramiento financiero y la gestión de activos. (La Nación 1 y 7/02/2003)

para la reestructuración (La Nación, 7 y 14/03/2003)-, aunque anticipó algunos ejes que ordenarían posteriormente las tratativas y serían fuente de conflictos: una fuerte quita y un menú de opciones que incluiría bonos con reducción del capital,<sup>105</sup> con extensión de plazos o reducción en la tasa de interés (La Nación, 7 y 14/03/2003). Paralelamente, el ministro Lavagna anticipaba que, por cuestiones logísticas (identificación y contacto con acreedores, verificación de acreencias), sólo hacia fines de 2003 la Argentina estaría en condiciones de recibir propuestas y establecer el monto efectivo de la quita (La Nación, 05/03/2003). Esto estaba en sintonía con la táctica general de postergar y alargar los plazos que buscaba dar margen al nuevo gobierno para que se afianzase en el poder y consolidase la recuperación económica.

### **3.2 La primera iniciativa para la reestructuración: la propuesta distributiva de Dubai**

Una vez asumido Kirchner, durante el primer año de su gobierno la negociación con los acreedores privados siguió el ritmo y estuvo fuertemente condicionada por las tratativas con el FMI. La centralidad del Fondo como actor del período quedó demostrada cuando se manifestó que no se realizarían anuncios oficiales hasta tanto no se estableciera un acuerdo, pues se supeditaría la oferta a la evolución macroeconómica y fiscal establecida con el mismo.

Durante el tiempo que duró la negociación con el organismo, se sucedieron también nuevas reuniones con los acreedores externos; por iniciativa del gobierno se conformaron los grupos consultivos, que servirían como instancia centralizadora del diálogo entre las partes en diferentes continentes; las agrupaciones europeas TFA y ABRA conformaron la primera instancia de articulación internacional con apoyo del sector oficial, el International Group of Rome (IGOR); y, en el nivel doméstico, la deuda en cartera de las AFJPs fue incorporada al proceso de reestructuración<sup>106</sup>. Este movimiento, además de aliviar momentáneamente una parte de las cargas de pagos de la

---

<sup>105</sup> En palabras de Stock se encontraba el reclamo de muchos bonistas en torno a la quita: “Entendemos la situación. Pero si la Argentina no puede pagar, no es problema nuestro. Recibió el dinero en su momento y supongo que lo habrá invertido en algo. No vamos a aceptar que nos reduzcan el capital” (La Nación, 22/03/2003)

<sup>106</sup> Con relación a este punto, en agosto de 2003, por medio del decreto 530 el gobierno dispuso reintegrar a las administradoras los títulos en dólares que en 2001 fueron canjeados por préstamos garantizados, cuya pesificación no había sido aceptada por aquellas, es decir, reconvirtió las tenencias a títulos *defaulteados*. Esta medida fue rechazada categóricamente por las administradoras, quienes la consideraron unilateral e inadmisibles, y anunciaron que emprenderían acciones legales (La Nación 08-17/08/2003)

deuda *performing* (entre las cuales se encontraban los préstamos garantizados), incorporó al juego a un actor fundamental en el nivel doméstico, por la magnitud de sus acreencias y por compartir ciertos intereses con el gobierno. Aunque las primeras reacciones fueron sumamente críticas, eventualmente se convirtieron en un aliado que era más moderado que el resto y con el cual, a partir de acuerdos diferenciales, pudo asegurarse un piso de aceptación en el canje.<sup>107</sup>

Luego de una conflictiva negociación para la suscripción del acuerdo con el FMI, éste se resolvió pocos días antes de la asamblea en Dubai, a partir de la intervención de los Estados Unidos y el G7. El acuerdo estableció la refinanciación de USD 12.000 millones en un período de tres años, lo que permitía mantener el esquema de “flujo cero”,<sup>108</sup> e incluyó gran cantidad de condicionalidades cuantitativas y estructurales. Sin embargo, algunos de los puntos más conflictivos se resolvieron respetando los criterios planteados por el gobierno argentino: se fijó una meta de superávit primario del 3% del PBI para el 2004 (supeditándose los siguientes a la evolución de la economía argentina, aunque esperando que fuera creciente) y no se especificaron las características de la oferta a los acreedores privados, salvo que la misma debía presentarse antes de fin de año (Nemiña, 2011a). Anne Krueger, la vice directora gerente del FMI, en concordancia con las expectativas del mercado, buscaba una resolución en el corto plazo e intentaba imponer un cronograma al gobierno, al asegurar que era difícil que no se alcanzase un acuerdo tras tres o seis meses de iniciadas las negociaciones (La Nación, 19/09/2003)

Si bien el acuerdo con el Fondo despejaba parcialmente el frente externo, los términos del mismo y las declaraciones del gobierno en el marco del diálogo con los acreedores, generaron resquemores entre los actores de la comunidad financiera. Al respecto, Standard & Poor’s sostenía que el “modesto” superávit proyectado y la “vaguedad” de las propuestas de reforma dificultarían el diálogo con los acreedores y comprometerían el crecimiento futuro. (La Nación, 19-20/09/2003).

---

<sup>107</sup> La forma en que la acción estatal puede influir (moldeándolo a su favor) sobre el escenario doméstico y los actores del mismo se ve claramente en el caso de las AFJPs. La capacidad estatal de presión sobre las administradoras a partir de acciones (como, por ejemplo, la discusión sobre modificaciones al sistema previsional) y de adecuar normativas legales para responder parcialmente a los intereses de éstas, permitieron arribar a arreglos imposibles de implementar en el nivel internacional con otros acreedores institucionales.

<sup>108</sup> Este esquema suponía que los desembolsos se destinarían a cubrir los vencimientos de capital con el organismo, debiendo la Argentina afrontar con reservas los pagos de intereses. Si bien este esquema no implicaba nuevo financiamiento neto, permitía aminorar la presión sobre las cuentas externas (Nemiña, 2011a).

Estas consideraciones tomaban nota del avance de las demandas judiciales en Nueva York y Europa, que se multiplicaban. Un fallo tendría especial atención por parte de los funcionarios gubernamentales y sus asesores legales. El 15 de septiembre el juez Thomas Griesa, a cargo del juzgado del Southern District de Nueva York, dio lugar a la demanda presentada por EM Limited, un fondo *buitre* propiedad de Kenneth Dart con sede en las Islas Caimán, que reclamaba el pago de USD 700 millones de bonos en *default*. Aunque en su dictamen reconocía el derecho de cobro, el juez suspendió la ejecución del fallo por 45 días a la espera de la presentación de un plan de reestructuración, lo que dio aire al gobierno. A partir de esta resolución, que potenciaba la posibilidad de embargos sobre activos argentinos en el exterior y reforzaba la viabilidad de la vía judicial, los desarrollos en el frente judicial se convertirían en un asunto de importancia. Aunque el gobierno buscaba persuadir a los acreedores de negociar para llegar a una solución conjunta, los acreedores utilizarían las demandas (o la amenaza de iniciarlas) para influir sobre las tratativas.

El 22 septiembre de 2003, en el marco de la asamblea anual conjunta del FMI y el BM realizada en Dubai, Argentina dio a conocer los esperados lineamientos para el canje de deuda. Lavagna presentó los argumentos políticos que giraron sobre tres ejes. El primero tenía que ver con la co-responsabilidad de los inversores y la comunidad financiera internacional sobre las consecuencias del otrora elogiado régimen de convertibilidad, entre las que se contaba el *default*. En segundo lugar, remarcaba la predisposición de Argentina a realizar “esfuerzos” para cumplir sus compromisos con sus acreedores. El reciente acuerdo firmado con el FMI, que establecía metas y reformas sin comprometer fondos frescos para asistir en las tratativas con los privados, era prueba de ello. En sintonía con lo anterior y, en tercer lugar, hacía hincapié en la necesidad de llegar a un acuerdo sustentable. Esto implicaba acordar, de buena fe y conjuntamente con los bonistas, una solución que fuera “realista, cumplible, sostenible y definitiva”, es decir, que permitiera a los inversores recuperar parte del valor perdido y asegurarse los pagos futuros, pero que fuera al mismo tiempo compatible con la mejora de la situación doméstica, pues “sólo un país con crecimiento y con estabilidad política y social podrá hacer frente a sus compromisos” (Ministerio de Economía, 2003a).

De la exposición de la oferta se ocupó Nielsen. Inicialmente, especificó los supuestos y proyecciones macroeconómicos y fiscales que servían de base a la oferta y su sustentabilidad. En relación a la evolución del PBI, se proyectaba un crecimiento del 5,5% para el año 2003, y un 4% para los tres años subsiguientes. En relación al

superávit fiscal (incluyendo a las provincias), la propuesta era compatible con lo acordado con el FMI, pues se estimaba en un 2,5% del PBI para 2003 y 3% para los tres años que seguían, meta que se esperaba mantener en el largo plazo (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).<sup>109</sup> Posteriormente presentó los principales lineamientos:

- se reconocía como deuda elegible un stock de títulos emitidos antes del 31 de diciembre de 2001 por USD 87.000 millones, sin consideración de los intereses atrasados;
- se incluía un menú de opciones con 3 bonos (par, *discount* y con capitalización, con límites para su elección) equivalentes en términos de valor presente;
- se proponían variantes de bonos indexados, con cupón base menor y un componente adicional dependiente de la tasa de crecimiento del PBI;
- se establecía una reducción general del 75 % del stock nominal, por lo que se emitiría deuda por un valor máximo de USD 21.750 millones;
- se dejaba para el trabajo con los grupos consultivos y el sindicato de bancos la definición de tasas de interés, plazos y equivalencia de todos los bonos (Ministerio de Economía, 2003b; Damill, Frenkel y Rapetti; 2005).

Era una propuesta agresiva y poco clara en algunos puntos. Ciertamente daba espacio para la negociación pero marcaba al mismo tiempo parámetros que ponían límites a la misma: 1) la magnitud de la pérdida que el gobierno esperaba que aceptaran los acreedores era alta; 2) el “esfuerzo” que podía realizar la Argentina era aquel que se desprendía del ejercicio de sustentabilidad presentado y de las metas y el financiamiento pactados en el acuerdo con el FMI; y 3) dada la fuerte quita, los ganancias adicionales dependerían del desempeño económico del país, por lo que los acreedores eran invitados a ser “socios” del crecimiento argentino. Esta combinación de aspectos distributivos (predominantes) e integrativos, con un elemento (aún vago) ligado a la evolución del PBI como centro, se mantendría –con variaciones– en los sucesivos anuncios.

### **3.3 Las respuestas de los acreedores y la intransigencia gubernamental en el inicio de las tratativas**

---

<sup>109</sup> Además, el programa financiero suponía que el sector público argentino no tomaría financiamiento en el mercado internacional en el futuro (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005). Esto último quitaba *leverage* a los acreedores y al sector financiero internacional: si Argentina no consideraba imperativo el retorno inmediato a la financiación en los mercados externos, la capacidad de presión para que acordara una rápida y generosa reestructuración se veía disminuída.

“Unilateral”, “insuficiente” e “inaceptable” fueron algunos de los calificativos utilizados para referirse a la primera oferta argentina. Los diferentes grupos de acreedores, y los analistas y voceros de los mercados financieros rechazaron de manera generalizada la quita nominal del 75% y el no reconocimiento de intereses devengados, aunque algunos relativizaban el carácter definitivo del anuncio. TFA y ABRA en IGOR mostraron su descontento, aunque interpretaban que la propuesta sólo marcaba el inicio de las negociaciones. Los miembros de ABC condicionaban la aceptación a una negociación de buena fe y pronosticaban mayores demandas si el gobierno no flexibilizaba la propuesta: "Si éste es el comienzo, bienvenido sea. Si es un tómallo o dejálo, no prenderá" (La Nación, 23 y 24/09/2003). Para estos acreedores se abría un escenario de confrontación, aunque aún matizado.

La ponderación de la existencia de un espacio para el “diálogo” marcaba una particular lectura de la estrategia del gobierno (entendida como “golpear para negociar”) y de las capacidades diferenciales de los mencionados grupos de acreedores para influir sobre la orientación de las acciones del mismo. En este punto se puede considerar que las agrupaciones de institucionales y minoristas con representación mediada extranjeras apuntaban a mantenerse abiertas al “intercambio” y descartar la vía judicial, porque desconfiaban que las instituciones financieras y ciertos actores de las finanzas y la política, a quienes consideraban sus aliados, exigirían a la Argentina que mejorara su propuesta y fijara metas fiscales acordadas para llegar a una rápida resolución. Sin embargo, estos gestos de cooperación y apertura se dejarían de lado conforme pasara el tiempo y los funcionarios argentinos ratificaran el carácter innegociable de la oferta.

Los grupos de minoristas autoconvocados, en cambio, impugnaron de manera unánime la propuesta, aunque se mostraron dispuestos a dialogar. Tenían además una postura crítica hacia las instituciones financieras internacionales, a quienes denunciaban en su estatus de acreedores privilegiados a pesar de considerarlos co-responsables de la crisis argentina. Por esto, solicitaban que el trato igualitario al que aludía el gobierno se extendiera a todos los prestamistas, incluidos los multilaterales, para que los privados no fueran los únicos en asumir pérdidas. Desde Alemania, IGA envió un mail solicitando al ministro de Hacienda de su país que intercediera ante el FMI para que condone parte de la deuda argentina y para que se organice una conferencia de acreedores (La Nación, 05/11/2003). Por su parte, los representantes de minoristas italianos pedían la revisión del papel de los bancos y se distanciaban de la asociación liderada por Stock, a quien el

presidente del Comité de Inversores en Títulos Argentinos definía como “enemigo” (La Nación, 23/09/2003)

En relación con las AFJPs, la presentación en Dubai profundizó el conflicto iniciado con el decreto de agosto. Aunque se mostraban dispuestas a aceptar un alargamiento de plazos, sostenían que no admitirían recortes de capital ni baja de las tasas más allá de un mínimo establecido, pues estas condiciones generarían pérdidas para los afiliados (La Nación, 24/09/2003). La ratificación del tratamiento igualitario entre todos los acreedores y la quita anunciada fueron respondidas por una solicitada en los principales diarios del país en la que procuraban hacer responsable al gobierno ante posibles mermas en los ahorros de los futuros jubilados. En la misma reclamaban un tratamiento diferencial que no pusiera en “riesgo el acceso futuro a una jubilación digna” y el cumplimiento por parte del Estado de las obligaciones para con sus inversores. Además, sostenían que habían sido obligadas a invertir en títulos públicos durante la gestión del exministro Cavallo, lo que las había dejado sujetas a los vaivenes de las decisiones gubernamentales.

El gobierno refutó los argumentos de las aseguradoras, ratificando que habían tenido la opción de pesificar sus tenencias<sup>110</sup> y que ellas debían rendir cuentas a sus afiliados por las inversiones riesgosas que habían realizado en la búsqueda de rentabilidades extraordinarias. Adicionalmente, se implementaron varias tácticas para presionar sobre las entidades y morigerar el tono de sus reclamos. (Página 12, 25/09/2003).

En contraposición al rechazo de la comunidad financiera, el gobierno recibió apoyos que permitirían fortalecer su posición negociadora y mostrarse, al menos momentáneamente, inflexible en su propuesta. En el plano interno, la oferta recibió el visto bueno de una multiplicidad de actores: la entonces CGT disidente, liderada por Hugo Moyano; y empresas y cámaras empresarias, como la UIA, la CAME y las organizaciones bancarias (ABA, ADEBA Y ABAPPRA) celebraban el inicio de las tratativas para la reinserción internacional y se alineaban con el gobierno al sostener que la propuesta defendía “los intereses nacionales”, era racional y realista, y estaba en sintonía con las posibilidades de pago del país. (Clarín, 24/09/2003). En el plano externo, en el marco de la Asamblea de las Naciones Unidas celebrada pocos días después de la presentación en Dubai, el presidente Bush mostró un gesto de aval a la

---

<sup>110</sup> Para dar más sustento a la posición del gobierno, Nación AFJP informaba que, luego de la pesificación, había recuperado contablemente el 80 por ciento del valor en dólares a diciembre de 2001 (La Nación, 28/09/2003)

postura argentina: “siga negociando así, con firmeza con los acreedores (...) también la deuda con los privados”, le dijo a Kirchner (Página 12, 24/09/2003).<sup>111</sup>

Frente a los reiterados reclamos sobre especificaciones y revisiones de la oferta, los funcionarios denunciaban presiones y se mostraban firmes, amparándose en la defensa del modelo de sustentabilidad: la propuesta no admitía cambios, no se revisaría el 75% de *haircut*, no se reconocerían los intereses y no existían plazos para la finalización de la operatoria, pues dependía de los avances en el diálogo con los acreedores.

Con estas premisas, el gobierno avanzó en los siguientes pasos de la reestructuración anunciados en Dubai. En octubre se remitieron invitaciones a 12 bancos internacionales (JP Morgan Chase, Morgan Stanley, Citigroup/SSB, Deutsche Bank, UBS Warburg, Goldman Sachs, ABN AMRO, Lehman Brothers, BNP Paribas, Nomura, Dresdner KW y Barclays) y 3 locales (Galicia, Francés y Nación) para que participasen como bancos organizadores regionales del canje. El 20 de ese mes comenzó el primer *road-show* internacional post Dubai, que llevó a Nielsen y Madcur a reunirse con los grupos consultivos. En ellos precisó las características de los bonos: el bono con descuento tendría una quita del 75%, una tasa incremental en un rango de entre el 1 y el 5% y una vida promedio de 8 a 32 años; el par (sin quita) tendría una tasa fija de entre 0,5 y 1,5% y una vida de 20 a 42 años y el cuasipar tendría descuento del 30%, una tasa fija en un rango del 1-2% y una vida promedio similar a la del par (Ministerio de Economía, 2003e).

Los acreedores nuevamente consideraron inadmisibles que Argentina mantuviera tajantemente la misma oferta y demandaban predisposición a negociar de buena fe. Buscando demostrar su desacuerdo, el banco Shinsei se retiró del grupo consultivo en Tokio. (Reuters, 28/10/2003) Las fuertes críticas de los acreedores llevaron al gobierno a confrontar con los líderes de las organizaciones más grandes, especialmente las europeas de representación mediada organizadas en IGOR, que buscaban ser interlocutores privilegiados en las negociaciones al contar con mayor volumen de socios

---

<sup>111</sup> La posición norteamericana, que osciló entre el apoyo y la neutralidad, fue fundamental durante todo el desarrollo de las negociaciones con los privados y con el FMI, y debe entenderse en el contexto del cambio de la política exterior seguida durante el gobierno republicano de George W. Bush. De acuerdo con Helleiner (2005) la política hacia la Argentina se explica en función de tres elementos: 1) la búsqueda de apoyo político en el marco de un contexto regional cambiante, que comenzaba a “girar a la izquierda” bajo los liderazgos de Lula y Chávez; 2) la ideología neoliberal de los principales asesores financieros del gobierno, que buscaban romper con la política intervencionista frente a crisis financieras internacionales cultivada por la administración demócrata de Clinton; 3) la oposición republicana en el Congreso norteamericano a las políticas de *bail-out* implementada en crisis anteriores por parte de los organismos multilaterales, en sintonía con las recomendaciones realizadas por el reporte Meltzer.

y con el apoyo más o menos explícito de sus respectivos gobiernos. "ABRA es un negocio cuyo marketing está basado en la difamación de la Argentina", sostenía Nielsen (La Nación, 24/10/2003), mientras el vocero del Ministerio de Economía, Armando Torres decía sobre Stock "se arroga una representación que no tiene y habla por algunos bancos con responsabilidad importante en la colocación de títulos cuando se sabía que la Argentina iba al *default*. Para el Gobierno es un acreedor más" (La Nación 26/10/2003). Las declaraciones buscaban minar su legitimidad y representatividad, a los fines de relativizar sus reclamos y evitar que aumentara su capacidad de influencia.

Luego del *road show* el gobierno emprendió nuevas acciones en el plano doméstico. Por un lado, buscó generar apoyos más contundentes y neutralizar las críticas de economistas ortodoxos, para mejorar la posición en la mesa de negociaciones externa con los acreedores y en la inminente primera revisión del FMI. El ministro Lavagna en declaraciones televisivas pidió un amplio apoyo de la sociedad y de los distintos sectores a las tratativas gubernamentales por la deuda y aseguró que no se comprometería la recuperación interna promoviendo una meta de superávit mayor a la acordada "si lo hiciéramos tendríamos que aumentar los impuestos o reducir los gastos sociales o de educación. Entonces, no vamos a hacer ni lo uno ni lo otro. Los que hablan de mejorar que digan la verdad, están del lado de los acreedores, no están del lado de los argentinos" (La Nación, 30/10/2003). También se reunió en el Palacio de Hacienda con representantes empresarios, para que se comprometieran públicamente con la gestión de la deuda: "A veces uno tiene la impresión de que parte de la dirigencia argentina está como espectadora en un partido de tenis (...) miran pasar la pelotita, como si la negociación con los acreedores fuera un problema del Gobierno, cuando del resultado de esta gestión dependemos todos" (La Nación, 31/10/2003). Este encuentro resultó en la redacción de un inédito documento conjunto de respaldo suscripto por prácticamente la totalidad del abanico empresario: la UIA, los bancos de ADEBA y ABAPPRA, las pequeñas y medianas empresas de CAME y APYME, la Cámara Argentina de la Construcción (CAC), las automotrices de ADEFA, los ruralistas de Coninagro, CRA, FAA y CARBAP y las entidades comerciales de UDECA hasta la Cámara Argentina de Comercio (CAC), entidades financieras del exterior (ABA), la Sociedad Rural Argentina (SRA), la Asociación Empresaria Argentina (AEA) y los servicios de UDES y ADESPA.

Por otro lado, se iniciaron las reuniones con los afectados locales. Con la incorporación de los grupos argentinos se ampliaba el espectro de organizaciones

incluidas en el diálogo, lo que servía para atender las (crecientes) demandas de éstos y profundizar la táctica de erosión de la representación exclusiva de las extranjeras. A diferencia de la táctica de organizar grupos consultivos unificados por regiones en el exterior, a nivel local el equipo económico procuró realizar una serie de encuentros individuales por organización. La elusión de una instancia única contribuía a mantener fragmentado el frente acreedor interno y evitar así cualquier gesto de politización que pudiera fortalecerlo (La Nación, 23/10/2003).

Esta táctica se hizo patente en la primera ronda de diálogo con los locales, cuando el gobierno invitó sólo a AARA, la asociación más dialoguista, y dejó de lado a ADAPD, la más combativa y activa (Clarín, 04/11/2003). Seguidamente, el secretario de Finanzas tuvo la primera reunión formal con los institucionales locales, incluyendo a las AFJPs, las compañías de seguros, los fondos de inversión y las ART en la que éstos se mostraron más moderados y cautos. (Página 12, 22/11/2003).

Conforme pasaban los días, los funcionarios mantenían su intransigencia respecto de la oferta. Esto encendió las alarmas de las diferentes agrupaciones quienes, viendo que no podían influir en las tratativas a su favor, endurecieron sus posturas. En este contexto se sucederían las revisiones del acuerdo con el FMI, las cuales servirían de marco para el despliegue de presiones de los bonistas sobre la Argentina.

### **3.4 “Si quieren apretar que aprieten”: las presiones internacionales durante las revisiones del acuerdo con el Fondo y las contrapropuestas de los acreedores**

La disconformidad del FMI y un creciente número de países centrales con la evolución y características del dialogo con los privados se puso de manifiesto en las dos revisiones del acuerdo firmado en septiembre. En ambas, la problemática de la reestructuración de la deuda fue un tema central. Aunque por mandato el Fondo no puede tener injerencia directa en las relaciones de los estados con sus acreedores, en el caso argentino el Fondo se apoyó en la política de Lending into Arrears (LIA)<sup>112</sup> para influir con la finalidad de apuntalar la posición de los bonistas y presionar por una modificación de la oferta. Esta política establece que el organismo debe garantizar, como condición para la aprobación de acuerdos y el otorgamiento de asistencia financiera, que el país mantenga negociaciones de buena fe con sus acreedores, las cuales suponen: 1) iniciar un diálogo temprano; 2) compartir información económica

---

<sup>112</sup> Es la política que permite otorgar asistencia financiera a los países que se encuentren en cesación de pagos con sus acreedores privados.

relevante; y 3) permitir que aquellos aporten sugerencias sobre el diseño de la reestructuración (Nemiña, 2011a).

La laxitud de estos principios que definen la buena voluntad da lugar a interpretaciones diversas por parte de los actores. Para la Argentina, la buena fe en las negociaciones suponía poner el acento en la sustentabilidad de largo plazo y defender una propuesta “realista” que ajustara las posibilidades de pago a las capacidades del país, ligadas a su vez al crecimiento de la economía. En cambio, para el FMI, de igual manera que para los acreedores, la buena fe suponía priorizar la aceptabilidad, alentando la participación acreedora a través de la confección de una reestructuración atractiva que asegurara determinados umbrales de adhesión. Esta mirada hizo que, amparándose en la LIA, el Fondo interviniera en favor de los prestamistas y sus organizaciones, especialmente las de acreedores institucionales y las de representación mediada, apadrinadas y apoyadas por las entidades y asociaciones financieras y bancarias de sus respectivos países.

Durante la primera revisión iniciada en noviembre, el FMI criticó la inflexibilidad de la propuesta, por considerarla contraria al mencionado principio de buena fe. A pesar de que se habían cumplido casi todas las metas cuantitativas y la mayoría de las condicionalidades estructurales, el organismo advirtió que la continuidad del programa se vería seriamente amenazada si no se otorgaba un “mejor trato” a los bonistas. (Nemiña, 2011a)

Pero Argentina profundizó su táctica confrontativa de crítica a los representantes más activos.<sup>113</sup> El ministerio de Economía anunció en diciembre la implementación de un registro voluntario de tenencias, que buscaba deslegitimar la representatividad que se arrogaban aquellos grupos que el Fondo buscaba promover (como TFA, ABC y ABRA). Los funcionarios descartaron la posibilidad de que el registro retrasara la implementación del canje, pero los acreedores sostuvieron que se trataba de una maniobra dilatoria y de mala fe que no aceptarían (La Nación, 15-26 de diciembre de 2003).<sup>114</sup>

En medio de las tratativas con el FMI, se observaron nuevos desarrollos en el frente acreedor a nivel organizativo y judicial. En línea con los requerimientos del Fondo, la

---

<sup>113</sup> Algunos analistas consideraban que la reestructuración uruguaya *market friendly* debería ser el modelo a seguir por la Argentina (La Nación, 03/10/2003).

<sup>114</sup> El ministro Lavagna, explicó que el registro creado por el Gobierno permitiría la identificación de quienes tuviesen certificados o poderes otorgados por acreedores genuinos, y que quienes lo rechazaban eran “señores que lo que intentan es hacer negocios y buscar comisiones” (Clarín, 30/12/2003).

norteamericana ABC presentó una detallada contrapropuesta basada en “precedentes históricos y reglas de mercado”. En la misma se aseguraba que, aunque los acreedores entendían que sufrirían pérdidas, el gobierno debía abandonar su enfoque coercitivo y mejorar la oferta, que consideraban un virtual repudio.<sup>115</sup> Los acreedores norteamericanos proponían (entre otras cosas) bonos par y *discount* -éste último con un *haircut* nominal del 35%- y el pago de la totalidad de los intereses atrasados (5% en efectivo y el 95% en un bono). Estos lineamientos eran compatibles con un superávit del 3,5% hasta 2008, la refinanciación de las restantes acreencias y el retorno limitado a los mercados de crédito a partir de ese mismo año (ABC, 2003).

Poco después, esta organización, junto a TFA, ABRA y los bancos japoneses, anunciarían la conformación del GCAB,<sup>116</sup> que tenía como objetivo constituirse en el único interlocutor en las negociaciones para contrarrestar la estrategia gubernamental de “dividir para reinar”, en palabras de los propios representantes. Excluyendo en principio el inicio de acciones judiciales,<sup>117</sup> el Comité, en la figura de su *co-chairman* Nicola Stock anunció que enviarían una carta al gobierno para intimarlo formalmente a comenzar las negociaciones cuanto antes y dejó en claro que, de no responder a sus pedidos, presionarían a través de los organismos internacionales y los gobiernos del G7, que los apoyaban y con quienes Argentina tenía aún negociaciones y compromisos por cumplir.<sup>118</sup>

La respuesta del gobierno frente a los acreedores fue sostener la fragmentación, horadar la representatividad de los grupos mencionados y soslayar sus pedidos, propiciando la inscripción en el registro voluntario y reafirmando la propuesta inicial. Lavagna contestó al Comité Global en un escrito en el que, además de ratificar la oferta por ser “sustentable y respetuosa de los nuevos paradigmas que se establecen

---

<sup>115</sup> Diferentes actores esperaban, a partir de las presiones del Fondo, una inminente mejora de los lineamientos de canje. En Alemania, el DZ Bank, el Deutsche Bank, el Hypo-Vereinsbank y el Dresdner Bank (miembros de ABRA y del GCAB) recomendaban a los inversionistas mantener los bonos argentinos (La Nación, 19/12/2003).

<sup>116</sup> ADAPD expresó entonces que estudiaría la posibilidad de sumarse al supercomité (La Nación, 14-24/01/2004)

<sup>117</sup> Más tarde, desde ABC admitirían que la estrategia de no-litigio se debía a que el tesoro norteamericano les pedía “paciencia”. Según sus miembros, el gobierno de Bush apoyaba a la Argentina para evitar mayores inestabilidades en América del Sur, pero que, sin ese respaldo, se acelerarían las demandas y embargos contra el país (La Nación, 12/02/2004)

<sup>118</sup> Stock también relativizó la situación social interna en Argentina, e intentó compararla con la de los bonistas y ahorristas italianos afectados: ““No exageremos con la pobreza, porque nosotros no queremos mostrar la imagen de nuestros pensionistas italianos que han invertido en esos bonos y no han recuperado su dinero.”

internacionalmente”<sup>119</sup>, expresó su compromiso con el trato igualitario y la buena fe y atacó directamente a la organización, acusándola de hacer negocios con los inversores que contaban con menos información (La Nación, 26/01/2004) La oferta fue también ratificada por el presidente en sus múltiples intervenciones públicas: “Si quieren apretar que aprieten, acá está el pueblo argentino para construir una nueva realidad” decía en un acto en Jujuy (Página 12, 18/02/2004).

A fines de enero se aprobó la primera revisión del acuerdo con el FMI, en la cual quedaron en evidencia las diferencias entre los países del G7. Si bien los directores de Estados Unidos, Alemania, Francia y Canadá la avalaron, el Reino Unido, Italia y Japón (además de otros cuatro países del directorio) se abstuvieron de ratificarla, mostrando su desacuerdo con la intransigencia argentina en las negociaciones con los acreedores. (La Nación, 02-03-04/03/2004)

La segunda revisión se inició en febrero, poco después de la aprobación formal de la anterior. Habiendo cumplido el gobierno todas las pautas cuantitativas y estructurales, la discusión se centró en las tratativas por la deuda. Las potencias centrales del G7 unificaron su postura y en un comunicado convocaron a la Argentina a que emprenda "un diálogo constructivo con sus acreedores, de manera de lograr una tasa de participación elevada en la reestructuración de la deuda" (La Nación, 08/02/2004).<sup>120</sup> Más concretamente, este mandato exigía, tal como se comunicó desde el Fondo a los funcionarios argentinos, 1) la designación del sindicato de bancos asesores, 2) la reparación del diálogo con los acreedores, en particular, con el GCAB<sup>121</sup>; 3) la delimitación de un cronograma de negociaciones que demostrase la buena fe del gobierno; 4) la aceptación de una cláusula que comprometiera al gobierno a conseguir una aceptación mínima del 80% del acuerdo (Fernández Alonso, 2006).

---

<sup>119</sup> Este nuevo paradigma tenía que ver con la nueva política que desde los Estados Unidos se impulsó para que el FMI dejara de intervenir con rescates en países en crisis, que buscaba disminuir el riesgo moral y reducir la exposición de las IFIS a los países sobreendeudados.

<sup>120</sup> Los propios acreedores atribuían esta postura del FMI y el G7 a las acciones de las organizaciones: “el propio FMI está perdiendo la paciencia por la presión que estamos haciendo los bonistas en mi país y en Italia sobre nuestros gobiernos”, decía el alemán Engelsberger, de la minorista de autoconvocados IGA (La Nación, 05/01/2004)

<sup>121</sup> Según la política LIA, en caso de constituirse un comité representativo de los acreedores el gobierno deudor tenía obligación de negociar con él. Al constituir en órgano representativo del universo acreedor al GCAB y procurar que fuera interlocutor privilegiado en las negociaciones, el FMI estaba promoviendo los intereses y fortaleciendo la posición de las grandes agrupaciones institucionales y de representación mediada, en detrimento de las organizaciones minoristas de autoconvocados.

El gobierno accedió parcialmente a las mismas, pues procuraba demostrar predisposición a negociar y lograr un acercamiento con los acreedores, pero sin convalidar aquellas exigencias que le parecían excesivas.

A mediados de febrero se designaron las entidades organizadoras que asistirían en la reestructuración.<sup>122</sup>

Con relación al nivel de aceptación, Lavagna buscó morigerar las expectativas: “no se puede pensar en las condiciones de la década del 90, con una aceptación del 80 o 90%, con una aceptación del 50 al 66% tendremos éxito” (La Nación, 21/02/2004).

Sobre la representación acreedora, los funcionarios mantuvieron su postura de no privilegiar al GCAB, sosteniendo que el mismo era uno entre varios interlocutores, pues existían otras organizaciones portavoces de importantes sectores (La Nación, 03/03/2004).<sup>123</sup> Así, se remitieron invitaciones a los diferentes grupos para que se reunieran en Argentina con los negociadores y, además, “tomen contacto personal” y “conozcan la realidad heredada de la acumulación de errores económicos y financieros de los 90” (La Nación, 19/02/2004).

Los acreedores por su lado sumaban adhesiones del Instituto Internacional de Finanzas (IIF) y la Asociación de Operadores de Mercados Emergentes (EMTA). Con estas organizaciones de su lado, a principios de marzo, luego de que Lavagna decidiera no asistir a una reunión organizada por el Comité en Nueva York<sup>124</sup>, el GCAB decidió retirarse de los grupos consultivos, por considerar que eran una “invención de los asesores legales de la Argentina para desplazar todo el poder de las negociaciones hacia las manos de los deudores” (La Nación, 02/03/2004; Página 12, 03/03/2004).

Las presiones conjuntas del FMI y el G7 hicieron que el gobierno se comprometiera a profundizar el diálogo y mejorar la oferta de reestructuración, aunque sin especificar una meta. A pesar de que el compromiso no se explicitó, la garantía implícita de que se

---

<sup>122</sup> A nivel internacional, se designó a Barclays, Merrill Lynch y UBS, y a nivel local se contrató a Nación, BBVA-Francés y Galicia.

<sup>123</sup> Entre los analistas de bancos alemanes se subestimaba la capacidad de estas organizaciones para llevar adelante las negociaciones. Algunos incluso ponían en duda el sentido de constituir las, porque todos los poseedores de bonos recibirían el mismo trato por parte de Argentina, por lo que apostaban a una solución a través de la presión internacional y un entendimiento del FMI (La Nación, 04/03/2004)

<sup>124</sup> A fines de febrero, simultáneamente a la visita en Argentina de la misión del FMI, el GCAB se reunió en Nueva York para discutir una contrapropuesta. Habían remitido una invitación especial a Lavagna, quien decidió enviar en calidad de observador (y por tanto sin poder de negociación) al representante financiero en Washington, Federico Molina. Esta maniobra (que no logró el efecto deseado por sus organizadores) del Comité puede interpretarse como un intento de, por un lado, marcar los ritmos (y los espacios) de la negociación y, por otro, demostrar fuerza, al mostrar poder de convocatoria y respaldos (asistieron representantes del FMI, de la FED de Nueva York y del IIF) (La Nación, 24/02/2004)

establecerían nuevas condiciones para los acreedores motivó la aprobación por unanimidad de la segunda revisión (Nemiña, 2011a).

En las reuniones siguientes, que tuvieron lugar en Buenos Aires, la UAFJPs insistió en la preservación del valor nominal de los títulos, la moneda de origen y las garantías de cobro, ofreciendo la alternativa de recibir nuevos bonos a plazos más largos.<sup>125</sup> Éstos deberían basarse en un modelo de sustentabilidad que permitiese adecuar el flujo de pagos a las necesidades de las aseguradoras a medida que sus afiliados se jubilen. Los minoristas también discutieron las fórmulas que consideraban más adecuadas. Por un lado, AARA presentó su propuesta de un menú con cinco clases de bonos: ajustables, indexables al realizarse la conversión; en dólares, con una tasa de interés flotante; productivo, utilizable para la compra de bienes; conversión, ajustable por el coeficiente de estabilización de referencia (CER); y strip, con un cupón que no rendiría intereses, pero tendría garantía. También solicitaron al gobierno que a) reconozca el valor de compra y no el valor nominal de los bonos, para evitar quitas sustanciales y la interferencia de *fondos buitres*; y b) discrimine entre diferentes tipos de acreedores: entre locales y extranjeros, y entre pequeños y grandes ahorristas.<sup>126</sup> Por otro lado, ADAPD planteó su propuesta de un bono a perpetuidad, con vencimiento “en el infinito”, y cuyo servicio debería tener preeminencia sobre cualquier otro pago financiero (La Nación, 26/03/2004).

Seguidamente, en los encuentros individuales con algunas de las agrupaciones y entidades extranjeras invitadas al país, el gobierno suavizó momentáneamente su ya tradicional retórica de desprestigio del Comité (La Nación, 14/04/2004). Entre las agrupaciones, la Assotutella Consumatori italiana solicitó que se hiciera un esfuerzo para elevar la oferta de pago del 25 al 35%, y que se establecieran mecanismos para que los bancos italianos aportasen idéntico porcentaje para que los ahorristas recuperen el 70% de las tenencias. Además, marcó sus diferencias con los miembros de GCAB, al decir que Stock “se convirtió en representante de los bancos más que de los ahorristas”. Por su parte, los alemanes de IGA, a pesar de rechazar el recorte del 75% y solicitar la aceleración del proceso, apoyaron la posibilidad de un bono atado al PBI.

---

<sup>125</sup> Para las AFJPs, la preservación del valor de los ahorros de sus afiliados era fundamental, pues los perjuicios patrimoniales que éstos pudieran sufrir por recortes nominales podían derivar en acciones legales contra ellas.

<sup>126</sup> Considerando además una escala gradual de montos relacionados con la salud, la edad y la situación del tenedor.

En el encuentro con el GCAB<sup>127</sup> sus representantes reiteraron su propuesta de mayores plazos y rebajas de intereses. Contando con el apoyo del FMI y descontando la posibilidad del avance de la reestructuración sin su “consentimiento”,<sup>128</sup> Stock y Humes calificaron al encuentro de constructivo, positivo y como el “comienzo de una buena colaboración” (La Nación, 15-16-17-18/04/2004).

A pesar de un incipiente acercamiento entre el GCAB y ADAPD, el gobierno parecía sacar provecho en su táctica de segmentar al universo de acreedores. Esto se expresaba no solo en el elevado número de agrupaciones y entidades diferentes con las que se tuvo diálogo, sino también en la imposibilidad de llegar a realizar una propuesta unificada. Sin embargo, esta fragmentación no impidió que los reiterados pedidos de mejora de la oferta, (movilizados por las agrupaciones y por otros actores) y la *performance* de la Argentina, rindiera frutos para los acreedores. Estos desarrollos, sumados al buen desempeño de la economía (en mayo se informaba que el primer trimestre de 2004 había acumulado un crecimiento del 10,5%), llevaron a una flexibilización de la postura del gobierno, que se expresaría en una nueva oferta dada a conocer en Buenos Aires.

### **3.5 “Que hablen los mercados”: la flexibilización de la oferta en los lineamientos de Buenos Aires, la suspensión del acuerdo con el FMI y el cierre de la etapa de negociación**

La presión internacional para que Argentina procurara una amplia participación de los tenedores, sumada al buen desempeño económico y fiscal<sup>129</sup> aumentaron la legitimidad de los reclamos de las agrupaciones, al tiempo que debilitaron la posición intransigente de Argentina.

Esta combinación de factores motivó la incorporación de elementos cooperativos en la estrategia argentina y la flexibilización de la oferta. Los cambios fueron presentados antes del inicio de la tercera revisión del acuerdo con el FMI: el 1° de junio de 2004, se

---

<sup>127</sup> Los representantes del GCAB habían sido invitados, a instancias del ministerio de Economía par que se interiorizaran de la realidad argentina, a una reunión en la Asociación Cristiana de Jóvenes con los integrantes de la “Mesa de Diálogo Argentino”, de la que participaron miembros de las distintas comunidades religiosas, la AMIA, la Pastoral Social y el Grupo Fénix. Ni Stock ni Humes asistieron, pero enviaron a su emisario, el puertorriqueño Francisco Zalles (Página 12, 17/04/2004).

<sup>128</sup> Luego de los encuentros en Buenos Aires, Stock participó de una reunión en la Comisión de Finanzas de la Cámara de Diputados en Italia. En la misma comentó que el gobierno había mostrado una “actitud menos rígida”, pero que el plan de reestructuración no se concretaría si el GCAB no acordaba. El presidente de la Comisión, por su parte, afirmó que si Argentina no reembolsaba los bonos en *default*, Italia debería bloquear los sucesivos acuerdos en el FMI (La Nación, 21/04/2004)

<sup>129</sup> Los datos del primer trimestre de 2004 arrojaban un crecimiento del Producto del orden del 10%, y un superávit de \$3898 millones, más del triple de la meta acordada con el Fondo (La Nación, 20/04-19/05/2004)

hizo pública la que posteriormente se conocería como “propuesta de Buenos Aires”, que conllevó una mejora respecto a la inicial. La quita del 75% sobre el valor nominal de la deuda se mantuvo aunque el reconocimiento de los intereses como deuda exigible<sup>130</sup> (que variaría en función de la tasa de aceptación) la hacían más atractiva. Específicamente, los nuevos parámetros reconocían una deuda por capital o deuda elegible de USD 81.200 millones sobre la que se calcula el 75 % de quita nominal, de USD 60.900 millones. De acuerdo al nivel de participación, se visualizaban dos escenarios de emisión de nueva deuda:

- USD 38.500 millones, es decir, deuda exigible con intereses al 31/12/2003 menos quita del 75 % (USD 99.400 menos 60.900 millones), en caso de que el grado de aceptación fuera menor al 70%
- USD 43.200 millones, es decir deuda exigible con intereses al 30/06/2004 menos la quita definida (USD 104.100 menos 60.900 millones), en caso de que fuera igual o mayor al 70% (Ministerio de Economía, 2004a).<sup>131</sup>

Además, se oficializó la adición a cada bono de las unidades ligadas al PBI<sup>132</sup> y se incorporó la opción de rescate o recompra anticipada de parte la deuda si el crecimiento realmente alcanzado cada año excedía el proyectado en el modelo de sustentabilidad. De esta forma, Argentina buscaba asegurar condiciones favorables a los acreedores *holdin*, al compartir con ellos parte del excedente con el pago de una renta adicional y canalizar el beneficio del crecimiento hacia ellos.

---

<sup>130</sup> Con la consideración de los intereses la quita se achicaba sustancialmente en términos nominales. Algunos analistas la calculaban en un 46% en el escenario de mayor aceptación (La Nación, 03/06/2004). Sin embargo, la comunicación de la nueva oferta en esos términos (que resaltaba el mantenimiento del 75% de quita sobre la deuda por capital) respondía a cuestiones estrictamente políticas, ligadas a instrucciones explícitas de Kirchner de mantener una cifra de quita que generara alto impacto y, simultáneamente, permitiera mostrar coherencia con lo dicho hasta entonces, de que no se modificaba la propuesta inicial y no daban “el brazo a torcer”. A pesar de los pedidos de los funcionarios de la cartera económica, que en las discusiones con el presidente buscaban convencerlo de comunicar desde el principio los cambios en términos de valor presente, el presidente logró imponer su visión (Laudonia, 2013), aunque ello dejó posteriormente en evidencia ciertas inconsistencias.

<sup>131</sup> Según AGN (2006), a los efectos de la propuesta de canje de enero de 2005, se reconoció como deuda elegible el stock de capital residual de los títulos públicos en moneda local y extranjera (USD 79.700 millones) y los intereses devengados por dichos títulos al 31 de diciembre de 2001 que permanecían impagos (USD 2.100 millones), lo que ascendió a U\$S 81.836 millones, valuados a los tipos de cambio del 31 de diciembre de 2003. Por otro lado, en los anuncios realizados en enero

<sup>132</sup> Durante la negociación los acreedores desestimaron sistemáticamente la opción de bonos atados al PBI, pues lo consideraban poco atractivo, aunque sirvió al gobierno para que demostrara buena fe. Según Griffith Jones y Sharma (2006), esta desestimación debe entenderse dentro de la lógica de negociación, pues es de interés de los acreedores minimizar el valor de cualquier oferta hecha por el deudor, especialmente en negociaciones duras, como la argentina.

El presidente anunció que era la última oferta<sup>133</sup> y que no habría “repechajes”, palabras que fueron confirmadas cuando se presentó el nuevo plan ante las autoridades regulatorias de los Estados Unidos y Argentina (Página 12, 11/06/2004). La nueva oferta contó con el beneplácito de una diversidad de empresarios y corporaciones locales, como AEA, la UIA, las asociaciones de bancos y las cámaras de la construcción y de comercio (La Nación, 03/07/2004), lo que mostraba la unificación sostenida del empresariado local en torno al proceso de reestructuración.<sup>134</sup>

Como era de esperar, los acreedores mantuvieron su estrategia distributiva. La mayoría reaccionó de manera negativa frente a la nueva oferta, por considerarla unilateral y poco clara, aunque algunos reconocieron ciertos avances respecto a la anterior. Para ADAPD la propuesta continuaba convalidando una quita inaceptable, aunque el reconocimiento de intereses implicaba un acercamiento. Sus autoridades declararon que era discriminatoria, pues no contemplaba diferencias entre minoristas e institucionales y exigían un pago en efectivo.

En el plano externo, en IGA anunciaron que, a diferencia de fondos de inversión y minoristas locales sometidos a “presiones políticas”, no aceptarían la “nada realista” condonación. En Italia, abogados representantes de minoristas coincidieron en que suponía genéricamente un paso adelante, pero solicitaron mayores especificaciones técnicas.

Los representantes del Comité Global, por su parte, manifestaron que emprenderían acciones para lograr representar un porcentaje de deuda que permitiera bloquear el canje. Su estrategia continuaba apostando a la búsqueda de instancias de presión política, evitando la vía judicial, aunque posteriormente amenazarían con demandas. Además, al habitual *lobby* – manifestaron que pedirían a los gobiernos de Italia y Estados Unidos que endurecieran su postura e hicieran sentir su influencia en el G7 y el FMI- sumaron la ratificación de las coincidencias con los acreedores locales que, creían, validaba su postura<sup>135</sup> (La Nación, 03-04/06/2004).

---

<sup>133</sup> A pesar de esto, los negociadores se “guardaron” algunas zanahorias (como el pago de algún monto en efectivo, que se esperaba entre los anuncios) que serían utilizadas posteriormente, para mostrar aún mayor flexibilidad.

<sup>134</sup> De hecho, el manejo de la deuda pública durante el proceso de reestructuración fue una de las pocas políticas públicas posconvertibilidad que contó con un apoyo total por parte del empresariado local (Cantamutto, 2016)

<sup>135</sup> Stock también manifestaba que el GCAB contaba con “la adhesión completa de las asociaciones de acreedores argentinos, que también consideran la propuesta inaceptable, y que no son extranjeros que quieren estrangular al país”. Sin embargo, y en términos estrictos, quienes manifestaron mayores afinidades con los acreedores agrupados en el Comité Global fueron los nucleados en ADAPD.

Poco después del anuncio las autoridades gubernamentales llamaron a una nueva ronda de encuentros con las agrupaciones, en Buenos Aires. En tanto Lavagna informó que, con esta oferta, se daba por finalizada la etapa de negociaciones –“este es el momento de que hablen los mercados” (Página 12, 01/07/2004)-, las invitaciones respondían a la necesidad de mantener el diálogo solicitado por el FMI, que por esos días iniciaba la tercera revisión. En este escenario, las respuestas fueron negativas, aunque destacan tres elementos novedosos.

El primero es la coincidencia táctica entre ADAPD y los miembros más duros del GCAB, lo que denotaba un creciente acercamiento. La agrupación argentina rechazó la invitación, aduciendo que la propuesta tenía “errores técnicos” que en tanto no fueran aclarados impedían el diálogo.<sup>136</sup> Stock y Humes, por su parte, avisaron que no viajarían a la Argentina, y emprendieron un *road-show* global para presentar su contra-propuesta que incluía, entre otros, supuestos macro y fiscales más ambiciosos, sugerencias de reformas económicas y estructurales, opciones de bonos con recortes de capital del orden del 30% y pagos en efectivo (con reservas) de USD 5.000 millones (GCAB, 2004).

El segundo se relaciona con el incipiente resquebrajamiento al interior del GCAB. Si bien los representantes de TFA y ABC no aceptaron el convite oficial, los de ABRA sí lo hicieron. Más tarde, Humes de ABC, se mostraría también dispuesto a aceptar un acuerdo. Si bien decía que “esta oferta no funciona” y que, de mantener su postura, Argentina se enfrentaría a demandas judiciales, en un gesto de acercamiento avalado por el gobierno de los Estados Unidos, sostenía que “aun sin cambios sustanciales podemos hacer la transacción” (La Nación, 13/09/2004). Estas diferencias pueden comprenderse por los objetivos de las organizaciones y los condicionantes existentes en sus respectivos frentes domésticos. Podemos pensar que ABRA, por estar en alguna medida orientada al cobro de comisiones (como vimos en el capítulo anterior), de manera desemejante de TFA y ABC, se mostraba más abierta al diálogo en función del cálculo de los beneficios potenciales de aceptar la oferta. Además, en Alemania ya había habido varios fallos por causas promovidas por bonistas contra los bancos que les habían recomendado comprar bonos argentinos (La Nación, 08/11/2003 y 07/01/2004), lo que podía incentivar a las entidades miembros a apurar un acuerdo y evitar nuevas demandas. Por razones parecidas puede entenderse el estilo inflexible de Stock, pues la

---

<sup>136</sup> Su par local, AARA, accedió a reunirse con las autoridades de la secretaría de Finanzas, aunque objetaron sus planteos.

institución que representaba buscaba desligar de responsabilidad a los bancos que formaron TFA. Por su parte, los acercamientos de Humes se encontraban avalados por el Tesoro de los Estados Unidos, (La Nación, 13/09/2004) que deseaba un acercamiento para resolver la situación, aún a costa de perjudicar a los inversores de su país.

El tercer elemento se relaciona con el cambio de postura de algunos grupos de autoconvocados extranjeros, lo que ponía en evidencia la creciente fragmentación del universo minorista. Entre quienes viajaron a Buenos Aires, Engelsberger, de la alemana IGA, anunció la interrupción del diálogo con el gobierno porque hacía, a su entender, “todo para que pensemos que son ladrones”. En la misma tónica se manifestó Mauro Sandri, cabeza del Comitato Creditori Argentina, que anunciaba nuevas medidas judiciales y pedidos de embargo. (Página 12, 30/08/2004). Una actitud más flexible tuvo la Assotutella Consumatori e Risparmatori, que expresó que entendía que la propuesta era acorde a la realidad económica local (La Nación, 07-14-15/06/2004).

Estas desavenencias entre los grupos mostraron la utilidad de la estrategia gubernamental de potenciar la segmentación de los acreedores ya bastante dispersos en sus organizaciones. Las acciones de rechazo o cierre de ciertos canales de comunicación, por otra parte, permitía a los negociadores gubernamentales depositar la responsabilidad de la falta de diálogo en las propias organizaciones, intentando desacreditar así sus críticas.

La inflexibilidad de muchos de los acreedores podía explicarse por su apuesta al FMI como agente capaz de incidir sobre el accionar del gobierno argentino. Efectivamente, durante la tercera revisión del acuerdo el Fondo reiteró que se concretara una reestructuración favorable a los intereses de aquellos, llegando incluso a condicionar la aprobación a la presentación de una oferta mejorada. Además, el organismo presionaba por el cumplimiento de metas estructurales, el enfriamiento de la economía<sup>137</sup> y un aumento en la meta de superávit fiscal, a contramano de la política económica persistentemente sostenida por el gobierno cuyos objetivos centrales eran el crecimiento del producto y del empleo.

En este escenario, y para avivar la distancia entre los acreedores oficiales y privados, los funcionarios no dejaban de poner en evidencia la contradicción existente entre las reglas impuestas por el sistema financiero y las grandes potencias, que salvaguardaban

---

<sup>137</sup> En los primeros cinco meses del año, el IPC había acumulado un 2,7% de crecimiento, lo que se correspondía con la casi totalidad del pronóstico anual de inflación realizado por el FMI, que alcanzaba el 3% (La Nación, 16/06/2004)

la posición de acreedor privilegiado del Fondo, y las exigencias del organismo de mejorar la oferta en el marco del programa acordado. Dada una determinada capacidad de pago por parte del soberano (en el marco de políticas que evitaban realizar ajustes) y la ausencia de financiamiento adicional, el privilegio del FMI dejaba recursos limitados para los restantes acreedores.<sup>138</sup> Además, por esos meses, se habían dado a conocer diferentes documentos revisando el papel del FMI durante la convertibilidad y la crisis argentina, que contribuyeron a profundizar la retórica oficial de crítica al organismo, y apuntalar la estrategia de negociación en sintonía con el nuevo paradigma que procuraba reducir el “riesgo moral”.

La resistencia del gobierno para atender los pedidos del Fondo, sumada a las dilaciones del organismo para aprobar la carta de intención<sup>139</sup> y la postura neutral de Estados Unidos –quien con diferentes gestos dejó en claro que ya no intervendría– culminaron con la decisión argentina de desistir de la revisión y dejar suspendido el acuerdo hasta después de la reestructuración. De esta forma, aunque dejaba de recibir reembolsos, la administración nacional evitaba cumplir las exigencias del organismo (Nemiña, 2011b) (lo cual era inédito), que funcionaban, en relación a la reestructuración, como plataforma privilegiada para encauzar las pretensiones de los bonistas y la comunidad financiera internacional.

Una vez despejada la posibilidad de intervención del FMI, la capacidad de presión de los acreedores y sus gobiernos a través del organismo se vio severamente disminuida. Con nuevas demostraciones de apoyo de empresarios (La Nación, 02/06/2004), el gobierno entendía que contaba con el sostén necesarios en el frente interno para cerrar la puerta a nuevas mejoras sustantivas.

Para consolidar el canje, el gobierno procuró lograr la adhesión de las aseguradoras de fondos de jubilación, principales acreedores institucionales locales, a través de un acuerdo preliminar. Con el decreto 1375/04 se habilitó el reemplazo de las Letes adquiridas a fines de 2001 (que constituían el 10% de su cartera y estaban en cesación de pago) por bonos en pesos al 2% anual y ajustables por inflación. La operatoria fue defendida por el gobierno y las aseguradoras, descartando que la misma constituyese un

---

<sup>138</sup> Las autoridades gubernamentales recurrieron así a la metáfora del "bolsillo único", por la que se señalaba que cualquier mejora en la oferta implicaría una afectación del ritmo de cancelación de vencimientos con el propio FMI, debido a que el país no podía afrontar simultáneamente ambas obligaciones financieras (Nemiña, 2011b)

<sup>139</sup> Que de esta forma buscaba presionar para la implementación de las reformas de las tres reformas estructurales pendientes: 1) aprobar una nueva ley de coparticipación, 2) realizar las revisiones estratégicas de los bancos Nación y Provincia de Buenos Aires, y 3) concluir la renegociación de los contratos con empresas privatizadas (Nemiña, 2001b)

tratamiento de privilegio frente a otros acreedores –ya que se reconocía el carácter compulsivo y no voluntario de las inversiones realizadas por las AFJPs por disposición del gobierno de entonces - o un perjuicio a los afiliados. Con esto, la administración gubernamental desactivaba un frente judicial, el de los juicios que las AFJP habían iniciado y el de las potenciales acciones contra las mismas de sus afiliados, y se aseguraba un piso de participación de cerca del 20%, ya que las aseguradoras de comprometieron a canjear el saldo restante de sus cerca de USD 16.000 millones en tenencias en *default* por los nuevos bonos –principalmente cuasi par- lo que daría legitimidad al canje (Cronista, 07/10/2004 y La Nación, 08/10/2004).

El acuerdo fue criticado por GCAB y ADAPD, quienes profundizaron su acercamiento. En una conferencia conjunta en Washington divulgaron una nueva propuesta, que marcaba puntos en común e incorporaba reclamos adicionales de los locales (ADAPD, 2004). Por otro lado, mientras el ADAPD aseguraba que la aceptación del canje no superaría el 50%, el GCAB difundía una encuesta realizada entre los inversores institucionales de EMCA, en el que un 95% manifestó que no participaría de la oferta (La Nación, 2, 5 y 12/10/2004). En estas declaraciones se hizo patente, además de la coordinación de reclamos de estos grupos locales y extranjeros, un leve cambio táctico en estas agrupaciones. Una vez descartadas nuevas mejoras por parte del gobierno, los acreedores (si bien siguieron reclamando buena fe y dialogo) comenzaron a apostar a forzar una baja adhesión o bien intentar frenar el canje.

### **3.6 El anuncio de la oferta global y las últimas iniciativas acreedoras para bloquear la implementación del canje**

Dos importantes antecedentes en tribunales extranjeros, que golpeaban las iniciativas de judicialización, dieron fortaleza al gobierno. En primer lugar, la justicia norteamericana habilitó el canje de bonos mendocino, que había sido bloqueado judicialmente por el fondo Greylock de Hans Humes, sentando un importante antecedente (La Nación, 05/09 y 21/10/2004; Página 12, 24/10/2004). En segundo lugar, los tribunales italianos comenzaron a emitir fallos que favorecía a la República – en los cuales ordenaban a los bancos restituir sus inversiones a los minoristas o rechazaban pedidos de embargo-, explicitando que el incumplimiento del pago se debió a razones de emergencia pública (La Nación, 20/10/2004).<sup>140</sup>

---

<sup>140</sup> La vía judicial para ahorristas *holdouts* en Italia se cerraría definitivamente en 2005 con el fallo de la Corte de Casación italiana, la máxima autoridad judicial, en el que señalaba que el país mediterráneo

En este contexto, en noviembre de 2004 se presentó la oferta global definitiva, cuyo prospecto fue girado a las autoridades regulatorias de diferentes plazas financieras para su aprobación, lo que abría la etapa procedimental final del canje. La misma no tenía cambios sustantivos, pero sí algunas especificaciones y nuevos incentivos (algunos reclamados por las organizaciones) tendientes a maximizar la adhesión de los tenedores:

- la deuda elegible de USD 81.800 millones incluía ahora USD 2.100 millones de intereses *predefault* devengados al 31/12/2001.<sup>141</sup> Se determinaban los montos máximos totales a emitir y cupos para cada tipo de bono, según el nivel de adhesión. Se emitirían USD 38.500 millones en un escenario de aceptación inferior o igual al 70% y USD 41.800 millones con un nivel de aceptación superior a ese umbral. Se establecían límites de emisión dentro de la oferta para los bonos par (USD 10.000 millones en un escenario de aceptación inferior o igual al 70%, USD 15.000 millones en caso de aceptación superior) y cuasi par (en pesos, por un equivalente a USD 8.300 millones), pero no para los *discount*.

- se especificaban montos de emisión, tasas de interés y capitalización, relación de canje, maduración, períodos de gracia, formas de pago de amortización del capital y cupones, moneda y legislación para cada uno de los bonos (par, cuasi-par y *discount*);

- se establecían procedimientos de asignación para los bonos par y cuasi-par. Para los primeros tendrían preferencia las ofertas menores a USD 50.000 en el período temprano mientras que los segundos se asignarían diariamente a ofertas iguales o mayores a USD 350.000, en base al principio “primero servido, primero llegado”. Estos procedimientos buscaban beneficiar a los tenedores minoristas, por un lado, y asegurarse ofertas tempranas de tenedores institucionales (especialmente AFJPs)<sup>142</sup>, por el otro;

---

carecía de jurisdicción sobre la cesación de pagos argentina. El órgano entendió que la declaración del *default* se había basado en la "emergencia pública en materia social, económica y financiera" y no podía ser considerada un acto de derecho privado que permitiera quitarle a un Estado extranjero el régimen de inmunidad y someterla a la jurisdicción italiana. El tribunal consideró que la normativa del *default* es *iuri imperi* (acto soberano) y que Argentina lo hizo para proteger las necesidades básicas de su población (La Nación, 28/05/2005). Como consecuencia de ello, la TFA sólo pudo iniciar una demanda en el CIADI amparándose en un supuesto incumplimiento por parte de la Argentina de los compromisos asumidos en los tratados bilaterales de inversión.

<sup>141</sup> En esta propuesta no se hacía referencia a los intereses totales vencidos y su reconocimiento en relación al umbral de aceptación. Se reconocía determinado monto de deuda elegible que incluía cierto monto de intereses y se disponía la emisión de un stock de nuevos bonos, por lo que también la quita nominal del 75% se desdibujaba. La oferta aparecía como más dura que lo anunciado en junio (pues descartaba el pago de los intereses desde el *default* que reclamaban los acreedores) aunque, por los cambios introducidos y por la mejora de las condiciones internacionales, el valor había subido (La Nación, 02/11/2004).

<sup>142</sup> Aunque ambas partes (gobierno y AFJPs) negaban la existencia de trato diferencial, el bono cuasi-par había sido diseñado “a medida” de las aseguradoras.

- se detallaron los mecanismos para el pago de los cupones atados al PBI y la recompra de los bonos nuevos. A cada una de estos destinos se destinaría el equivalente al 5% del excedente anual del Producto respecto de la tasa base del 3%;<sup>143</sup> a lo que se sumaba la utilización de la capacidad de pago prevista para los cupones de los nuevos bonos no colocados para recomprar deuda;

- se establecía como fecha de emisión de los nuevos bonos el 31 de diciembre de 2003, por lo cual los intereses devengados desde esa fecha hasta la de liquidación serían abonados en efectivo, en caso de corresponder;

- se incluía en el prospecto de oferta la cláusula del acreedor más favorecido (más conocida como RUFO, la cual abordaremos con mayor detalle en el próximo capítulo), que establecía que si dentro de los 10 años se ofrecía comprar, canjear o enmendar los bonos que no hubiesen participado, los *holdings* tendrían la opción de participar en dicha operación en base al monto de deuda elegible que tenían originariamente (Ministerio de Economía, 2004b).

Los funcionarios anunciaron que la operatoria se abriría el 29 de noviembre de 2004, pero algunos inconvenientes “técnicos” que se presentaron suscitaron la reprogramación. Por un lado, la comisión de valores italiana (Consob) reclamó una aclaración respecto al prospecto y anunció que la apertura de la oferta debería postergarse a la segunda quincena de diciembre. Por otro, el Banco de Nueva York, anunció que no participaría como agente de cambio del canje, aludiendo que el tiempo dispuesto para la operación era escaso y que los costos adicionales en los que había incurrido no habían sido afrontados por el gobierno.<sup>144</sup> Esto complicaba también la marcha del proceso en Estados Unidos, pues sólo con la designación de un reemplazo la US Securities & Exchange Commission (SEC) daría el aval formal al canje (Cronista, 23/11/2004). Ambos episodios, que tuvieron lugar simultáneamente, fueron leídos por los funcionarios como nuevas presiones de los acreedores y de la comunidad financiera internacional para bloquear el canje o bien obligar a la Argentina “a pagar más” (Página 12, 20/11/2004).

---

<sup>143</sup> Las recompras de bonos nuevos con excedente de PBI se realizarían por un período de 6 años (2006-2011) mientras las derivadas de la capacidad de pago prevista no utilizada, durante 6 años desde la fecha de emisión (Ministerio de Economía, 2004b)

<sup>144</sup> Aunque luego de este sorpresivo anuncio los funcionarios de Economía comenzaron a buscar instituciones alternativas para cumplir sus funciones (entre ellos JP Morgan), finalmente el ministerio comunicó que se había llegado a un arreglo y el BoNY fue recontratado para que sirviera de agente de canje, fiduciario y agente de pago (Página 12, 18/12/2004)

Por lo antedicho, se decidió reprogramar el canje para el 14 de enero con una duración de seis semanas. Para poner presión sobre los acreedores, el ministro Lavagna decía que ese era “el momento para adherir” pues “el prospecto de venta advierte claramente sobre el riesgo de que quien no entre permanezca después en situación de *default* quizá de manera indefinida” (La Nación, 21/11/2004).

Una vez confirmada la operatoria, la mayoría de las organizaciones de acreedores locales y extranjeros la cuestionaron, desalentando la adhesión en las condiciones propuestas<sup>145</sup> y apostando (como dijimos anteriormente) al fracaso. Entre las disidentes, la más agresiva y consecuente fue GCAB que redobló su apuesta y, en paralelo a la gira de los funcionarios para promover la oferta, inició otro nuevo *road-show* (GCAB, 2005).

En este escenario de rechazo y escepticismo,<sup>146</sup> los funcionarios procuraron desalentar las expectativas negativas y presionar hasta último momento. Frente a las resistencias de los acreedores y los rumores de baja adhesión, los funcionarios buscaban neutralizarlos asegurando que la operatoria seguiría y que si se superaba el umbral del 50% Argentina superaría la situación de *default*. Para reforzar los niveles de aceptación, el Congreso aprobó en sesiones extraordinarias la ley 26.017 conocida comúnmente como “ley cerrojo”, que impedía al gobierno nacional reabrir en el futuro la operatoria a los no adherentes. Este movimiento fue la última carta que jugó el gobierno para influir sobre el desarrollo del canje, antes del cierre del mismo el 25 de febrero.

Sin embargo, no todo era desventajoso para la Argentina. Comenzado el canje, el gobierno cosechó respaldos varios, que incluyeron los de Brasil, Francia y España en el exterior, y de las cámaras empresarias como la UIA, la CAME y las diferentes asociaciones de bancos, la Confederación de Cooperativas Agropecuarias (Coninagro), el Grupo Fénix, la CGT unificada y los diputados y senadores del justicialismo en el plano doméstico (La Nación 13 y 17/01/2005; Página 12, 14/01/2005, Clarín, 21 y 26/01/2005). También economistas, consultores e instituciones financieras mostraban un creciente optimismo, señalando que la oferta era atractiva, que podría llegarse a la adhesión mayor al 70% y que la situación económica se consolidaría luego de la reestructuración (Página 12, 09/01/2005).

---

<sup>145</sup> AARA presentó una encuesta en la que el 95% de los 3000 encuestados aseguraba que rechazaría la propuesta (La Nación, 07/01/2005)

<sup>146</sup> Los grandes diarios financieros internacionales, como el Wall Street Journal y Financial Times, se sumaban a las críticas y ponían en duda el éxito del canje (Página 12, 15/01/2005)

Es menester señalar que para que surgiera este “optimismo”, el escenario financiero mundial jugó a favor de la Argentina. Al momento de implementarse el canje el mercado internacional contaba entonces con alta liquidez. Tal como señalan Damill, Frenkel y Rapetti (2005), esto incentivó el apetito de los inversores por mayor riesgo, lo que derivó en una demanda creciente de deuda emergente y en una reducción del riesgo soberano de los países en desarrollo. En este contexto, el canje era más atractivo: el valor presente de la oferta se ubicaba en un rango de entre 30 y 35 centavos de dólar, lo que implicaba una quita de 65-70% y la equiparaba al precio de mercado de los títulos *defaulteados* (p. 40).

El ritmo de las presentaciones fue seguido con detalle, generando todo tipo de especulaciones y rumores sobre porcentajes y tipos de adherentes. Como es habitual, los acreedores esperaron a último momento para ingresar. Mientras las semanas iniciales las ofertas fueron limitadas, a medida que pasaba el tiempo el volumen se incrementó y tuvo un salto en el tramo final: el 56% del total de las posiciones tuvo lugar la última semana (Ministerio de Economía, 2005b). Finalmente, Nielsen y Lavagna anunciaron que se recibieron ofertas por USD 63.218 millones, lo que representaba el 76,15% de la deuda elegible, una adhesión mayor a la esperada<sup>147</sup> (La Nación, 26/02/2005), lo que significó una victoria para el gobierno, que permitió anunciar tempranamente la “exitosa” salida del *default* (Ministerio de Economía, 2005).<sup>148</sup>

### **3.7 Estrategias y resultados en la negociación: el largo proceso hacia la salida del *default***

¿Cómo puede explicarse la relativamente alta adhesión al canje lograda en un contexto de hostilidad por parte de la mayoría de las agrupaciones de acreedores? En primer lugar, debe señalarse la importancia de la AFJPs (poseedoras de cerca del 16% de la deuda elegible) quienes fueron las primeras en presentar sus ofertas, generando cierto efecto de arrastre en la plaza local entre bancos, fondos de inversión, compañías de seguro<sup>149</sup> y minoristas, deseosos de hacerse de los títulos par y cuasi par. También

---

<sup>147</sup> Aunque baja en relación a otras reestructuraciones contemporáneas, que superaron el 90% de adhesión (Das et al., 2012)

<sup>148</sup> Sin embargo, la entrega efectiva de los nuevos títulos se demoraría. Los fondos buitres NML y EM lograron el congelamiento de la operatoria al solicitar un embargo sobre USD 7000 millones en bonos entregados por los tenedores con el que el juez Griesa acordó. Recién a mediados de mayo, a instancias de la Corte Federal de Apelaciones de Nueva York, se levantó dando vía libre al canje, que se instrumentó los primeros días de junio.

<sup>149</sup> Entre bancos, compañías de seguros y AFJPs se hipotetizaba que se alcanzaría al menos una aceptación del 30% en la primera semana (La Nación, 15/01/2005)

fue importante la participación de los representados por la alemana ABRA, que ingresaron poco antes del *deadline*. A esto debe sumarse la participación de bancos internacionales que habían comprado sus tenencias a bonistas desalentados (especialmente en Europa) que masivamente se deshicieron de sus papeles (Clarín, 15/01/2005; Página 12, 21/01/2005), e incluso la adhesión de los propios inversores minoristas cansados. Sobre este punto, es representativo lo dicho por un inversor alemán: "la mayoría de la gente aceptará la oferta debido a que es demasiado compleja para pelearla (...) los bonistas, en todo el mundo, están agotados de las idas y venidas de los últimos dos años. Los bancos les van a aconsejar que acepten el canje, para sacarse de una vez por todas a estos clientes de encima" (La Nación, 11/01/2005).

Esto mostraba que la estrategia gubernamental había funcionado. La apuesta a sostener e incrementar la segmentación había cristalizado un universo acreedor dividido, llegándose incluso a quebrar a la más poderosa de las agrupaciones, con el acercamiento del grupo más moderado. También la dilatación de las tratativas había contribuido a generar hartazgo entre los bonistas, lo que puede explicar en alguna medida la adhesión de una parte de los minoristas.

Efectivamente, la extensión y el alto grado de conflicto fueron un elemento central de todo el proceso, ¿qué elementos permiten comprender esta dinámica?

El análisis de la negociación mostró que, en línea con nuestro andamiaje conceptual, la dinámica general de enfrentamiento que con diferente intensidad se mantuvo en el tiempo y en las diferentes etapas, extendiendo las tratativas, se explica por las estrategias marcadamente confrontativas implementadas por ambas partes.

La negociación propiamente dicha se inició con una dura primera propuesta distributiva por parte del gobierno argentino que fue impugnada de manera unánime por todos los acreedores. Desde entonces, el rechazo permanente a las sucesivas propuestas oficiales y las demandas constantes por un acuerdo que estableciera un reparto de pérdidas más favorable a sus intereses marcaron la estrategia de las agrupaciones.

Las mismas, sin embargo, mostraron matices en sus lineamientos estratégicos. Entre las extranjeras, las de minoristas autoconvocados (imposibilitadas de obtener apoyos oficiales explícitos) combinaban el diálogo con acciones judiciales, mientras los grupos de institucionales y minoristas de representación mediada privilegiaban la negociación como instancia de presión –dando por descontado el apoyo de terceros actores, especialmente el FMI, en función de su importancia-, recurriendo a lo judicial sólo de manera extraordinaria, ya sea como amenaza o como último recurso cuando se hizo

evidente el fracaso de su línea de acción. A nivel local, los minoristas (especialmente ADAPD) se mostraron altamente combativos, igual que sus pares externos, y los institucionales procuraron mostrarse más cooperativos, pues compartían intereses con el gobierno.

La intransigencia inicial del gobierno respecto a la modificación de la oferta (sostenida por los posicionamientos neutrales o bien de respaldo de importantes actores a nivel doméstico e internacional) paulatinamente se modificaría. Primero, por el debilitamiento de su posición negociadora, ligado al mejoramiento de la situación económica doméstica y las crecientes presiones para mejorar las condiciones de repago por parte del FMI y los países centrales en el marco de las revisiones del acuerdo *stand by*. Segundo, porque la inflexibilidad de los acreedores en sus pedidos y la negación a realizar concesiones que supusieran pérdidas, llevaron a un punto muerto en la negociación, que lo obligaron a ceder. Así, la flexibilización de la postura argentina se expresó en un giro cooperativo marcado por una creciente predisposición a realizar concesiones y generar incentivos en sucesivas ofertas, aunque de manera limitada y parcial. El carácter restringido de las mejoras otorgadas fue posible porque la Argentina implementó a su vez tácticas tendientes a debilitar a su contraparte negociadora. Por un lado, buscando profundizar la fragmentación y la división ya existente al interior del universo acreedor. A pesar de los intentos de los bonistas de fortalecer su posición a partir de la unificación internacional de las agrupaciones con mayor peso, los negociadores gubernamentales llevaron adelante una serie de acciones en sentido opuesto: primero limitaron el dialogo sólo a los acreedores del exterior; cuando las agrupaciones extranjeras más importantes comenzaron a articularse, se incorporó a los acreedores locales; se reconocieron múltiples interlocutores en la tratativas al tiempo que se negaba sistemáticamente la representatividad del GCAB; se estableció el padrón de acreedores para horadar la legitimidad de las organizaciones; se procuró lograr un acuerdo preliminar con las AFJPs; se trabajó con el grupo más dialogista del GCAB para dividirlo, entre otras. Por el otro, logrando neutralizar al actor principal que servía de promotor de sus intereses, el FMI, a partir de la suspensión del acuerdo.

Estos dos movimientos –que debilitaron la posición negociadora de las agrupaciones, especialmente las más intransigentes- sumados a los nuevos incentivos que mejoraban el valor de la oferta y daban reaseguros legales a los adherentes, la mejora de las condiciones financieras internacionales que hacía más atractiva la propuesta, y el efecto

de cansancio logrado por la dilatación de la operatoria, permitieron al gobierno obtener resultados que le permitieron salir de la situación de *default*.

Así, el juego de acciones y reacciones de los actores de ambas partes en los dos niveles a lo largo de las diferentes etapas de una negociación sumamente confrontativa, no impidió llegar, finalmente, a un nivel de aceptación relativamente alto –en relación a las pronosticadas por las propias organizaciones- y a condiciones de repago que supusieron importantes pérdidas para los bonistas, llevando a un resultado distributivo relativamente más favorable para la Argentina. Sin embargo, de acuerdo a nuestros objetivos y dada la complejidad del caso que nos ocupa, debemos adentrarnos en la consideración de otras dimensiones de resultados que exceden las generalidades de los niveles de adhesión y la quita inmediata sufrida por los *holdins*.

## **Capítulo 4. Los resultados del canje de deuda argentino: una problemática multidimensional con implicancias a futuro**

Habiendo analizado el proceso de negociación, nos adentraremos en el análisis de los resultados del mismo. Entendemos que la consideración de los resultados – que responden en buena parte a las estrategias de los actores- debe adecuarse a la complejidad del caso argentino. Por esto, es necesario ir más allá de los parámetros habituales a partir de los cuales estas operaciones son evaluadas (fundamentalmente, su duración temporal, el monto de la quita sufrida por los acreedores y la adhesión obtenida) y dar cuenta de una multiplicidad de aspectos inexorablemente interrelacionados -y con importantes repercusiones sobre el derrotero posterior de la reestructuración-, aquí diferenciados con fines expositivos.

Nos ocuparemos en primer lugar de los aspectos económico-financieros. Veremos las características de la nueva deuda emitida, la situación de los pasivos públicos post-canje y reconstruiremos la discusión sobre el desendeudamiento. En segundo lugar, nos adentraremos en la dimensión contractual legal. Allí pasaremos revista a las diferentes cláusulas y disposiciones presentes en los nuevos contratos de deuda y mencionaremos algunas de sus derivas judiciales ulteriores. En tercer lugar, nos ocuparemos de los aspectos político-sistémicos. Reflexionaremos sobre el novedoso papel desempeñado por el sector oficial, los límites que presentan las organizaciones de acreedores y presentaremos las propuestas para la reforma de los mecanismos de resolución de crisis de deuda soberana. En todos los casos, procuraremos referir los resultados con las estrategias seguidas por los actores durante la negociación. Finalmente, realizaremos una evaluación general de los mismos a la luz de algunos de los desarrollos posteriores.

### **4.1 Los resultados económico-financieros del canje y la discusión en torno al proceso de desendeudamiento**

La dimensión relativa a los resultados financieros del canje es aquella sobre la que existen mayores desarrollos en la literatura especializada, y en la que se observan muy diferentes posturas. Aquí nos limitaremos a analizar algunos de sus aspectos centrales. El primero tiene que ver con las características de la nueva deuda emitida, los montos de quita sufridos por los acreedores y su impacto sobre la estructura de la deuda pública y los indicadores de sustentabilidad. El segundo reconstruye las posturas existentes en

torno al proceso abierto con el canje 2005, de más larga data, enmarcado en –en palabras del gobierno- una política de desendeudamiento.

#### 4.1.1 Los resultados del canje 2005 y la evolución posterior de la deuda

En esta primera ronda de canje encontramos que sobre un total de UDS 81.836 millones reconocidos como deuda elegible, los títulos ofrecidos y aceptados llegaron a representar un monto de USD 62.318 millones,<sup>150</sup> lo que implicó un nivel de adhesión del 76,15%. Esto materializó el escenario de aceptación mayor al 70% y generó la emisión de nuevos bonos con un principal equivalente a 35.216 millones – distribuidos entre los títulos del menú de opciones tal como lo muestra el cuadro 2-, lo que significó un descuento nominal del 43.3%.<sup>151</sup>

Esta nueva deuda adquirió una estructura simplificada: los 152 bonos elegibles nominados en 7 monedas y emitidos bajo 8 legislaciones fueron canjeados por 11 bonos,<sup>152</sup> en 4 monedas y sujetos a las leyes de 4 jurisdicciones.<sup>153</sup> Cada uno de ellos, a su vez, posee una estructura financiera particular que reflejaba las nuevas condiciones de repago (cuadro 2).<sup>154</sup>

---

<sup>150</sup> De las ofertas recibidas, USD 35.405 millones correspondieron al bono *discount*, 15.000 millones al par y 11.913 millones al cuasi par (AGN, 2006).

<sup>151</sup> Este descuento sobre el principal es un *proxy* del alivio de deuda para el país. El mismo se morigeraría posteriormente con los pagos de los cupones ligados al PBI y a los *holdouts* (Guzmán, 2016).

<sup>152</sup> Los mismos eran: Par en dólares bajo ley de Nueva York (PARY), Par en dólares bajo ley argentina (PARA); Par en pesos bajo ley argentina (PARP); Par en euros bajo ley e Londres (PARE); Paren en yenes bajo ley de Tokio, Discount en dólares bajo ley de Nueva York (DICY); Discount en dólares bajo ley argentina (DICA); Discount en pesos bajo ley argentina (DICP); Discount en Euros bajo ley de Londres (DICE); Discount en yenes bajo ley de Tokio y Cuasi-par en pesos bajo ley argentina. A esto deben sumarse las unidades ligadas al PBI, que acompañaron a cada uno de estos bonos subyacentes. (Müller, 2013)

<sup>153</sup> De esta nueva deuda el 55,96% estaba nominada en moneda extranjera (28,96% en dólares, 26,29% en euros y el 0,7% en yenes) y el 44,04% en pesos. En relación a la legislación, el 49,18% quedó bajo jurisdicción argentina y, dentro de la sujeta a ley extranjera, el 23, 83% quedó bajo ley de Nueva York.

<sup>154</sup> La consideración de las características financieras es importante pues nos da un panorama más completo de las nuevas obligaciones. Tres variables son centrales: el capital o principal, el cupón y la fecha de vencimiento (*maturity*). La consideración de las mismas es central, además, para realizar diferentes operaciones de valuación y rendimiento.

**Cuadro 2. Características financieras de los bonos emitidos en el canje 2005**

<b>Características</b>	<b>Discount</b>	<b>Par</b>	<b>Cuasi par</b>
Monto emitido (USD)	11.932 millones	15.000 millones	8.329 millones
Quita nominal	66,3%	-	30,1%
<i>Maturity</i>	30 años (vencimiento 31/12/2033)	35 años (vencimiento 31/12/2038)	42 años (vencimiento 31/12/2045)
Período de gracia	20 años	25 años	32 años
Moneda	Dólar, euro, yen y peso+CER	Dólar, euro, yen y peso+CER	Peso+CER
Tasas de interés USD	8,28% (fija )	3,46% (promedio)	5,96% (fija) 3,31 en pesos
Pagos de interés	Años 1 a 5: 3,97% Años 6 a 10: 5,77% Años 11 a 30: 8,28%	Años 1 a 5: 1,33% Años 6 a 15: 2,50% Años 16 a 25: 3,75% Años 26 a 35: 5,25%	Años 1 a 10: 0% Años 11 a 42: 5,96% (3,31% en \$)
Capitalización de intereses	Años 1 a 5: 4,31% Años 6 a 10: 2,51% Años 11 a 30: -	Sin capitalización	Años 1 a 10: 5,96% (3,31% en \$) Años 11 a 30: -
Fechas de pago de intereses	Dos veces al año (31 de marzo y 30 de septiembre)	Dos veces al año (31 de marzo y 30 de septiembre)	Dos veces al año (31 de Marzo y 30 de Septiembre)

Fuente: elaboración propia en base a Damill, Frenkel y Rapetti (2005) y AGN (2006)

Esta combinación de reducción nominal, alargamiento de los plazos y disminución de la tasa de interés generó,<sup>155</sup> al momento del canje, una quita en valor presente para los adherentes de casi el 77% , significativamente más alta que la calculada para otras reestructuraciones (cuadro 3).<sup>156</sup> De acuerdo con Cosentino et al. (2017) existen diferentes medidas utilizadas para dar cuenta de la quita implicada en la nueva deuda, como indicador de la pérdida sufrida por los tenedores.<sup>157</sup> La primera “se basa en la

<sup>155</sup> En relación a estos cambios dos últimos componentes de los bonos, se observa una disminución en las tasas de interés promedio ponderadas de la deuda total y en títulos (que pasaron, respectivamente, del 6,37% y 8,28% en diciembre de 2004 al 3,46% y 2,64% en junio de 2005) y un alargamiento de la vida promedio de la deuda total y en títulos (que pasó, en el mismo período de 7,80 y 9,68 a 11,79 y 18,30 años respectivamente, sin incluir moras de capital e intereses) (Ministerio de Economía, Boletín Fiscal, cuarto trimestre de 2004 y segundo trimestre de 2005).

<sup>156</sup> Tomamos este cálculo porque es compatible con el cálculo que realizaron los titulares de bonos para contabilizar las pérdidas sufridas al suscribir la oferta. Sin embargo, debemos considerar que las mediciones *ex post*, que incorporan el pago de los cupones de PBI y el comportamiento de los bonos en el mercado, muestran que las pérdidas se vieron significativamente reducidas (Cruces, 2016; Cruces y Samples, 2016)

<sup>157</sup> Estas medidas deben considerarse teniendo en cuenta sus limitaciones. Para mayores detalles ver Cosentino et al. (2017) y Guzmán (2016).

relación entre el valor de mercado del paquete de canje a entregar (compuesto por los nuevos títulos y, en algunos casos, algo de efectivo) versus el valor facial de la deuda 'vieja', pudiéndose incorporar también los servicios de interés adeudados e impagos (si se hubiesen producido). En términos simples, relaciona lo que el acreedor recibe, valuado a precio de mercado, con aquello a lo que 'tienen derecho' de producirse un evento de *default*" (408). Trebesch y Cruces (2011) denominan a este cálculo "enfoque de mercado". Otra medida muy difundida es la de Sturzenegger y Zettelmeyer (2005) bajo la cual "se compara el valor presente del paquete ofrecido en el canje con el valor presente de los títulos viejos, considerando los flujos de pago asociados al calendario original" (409). Con este último computo, el *haircut* sufrido por los acreedores ascenderían al 72,9% en promedio (variando dentro de un rango de 64-82%), valor muy alejado de las quitas de las reestructuraciones de, por ejemplo, Pakistán (30,9%) y Uruguay (12,9% para deuda externa y 23,3% para deuda externa).

**Cuadro 3. Nivel de adhesión y quita en reestructuraciones de títulos por país**

País	Año de operación	Nivel de adhesión	Quita
Argentina	2005	76%	76,8%
Belice	2007	98%	23,7%
Dominica	2004	72%	54%
Rep. Dominicana	2005	97%	4,7%
Ecuador	2000	98%	38,3%
Granada	2005	+90%*	33,9%
Moldova	2002	100%	36,9%
Pakistan	1999	99%	15%
Seychelles	2009	89%	55,6%
Uruguay	2003	93%	9,8%
Ucrania	2000	97%	18%

\* 97% en deuda externa

Fuente: elaboración propia en base a Das et al. (2012) y Cruces y Trebesch (2011)

Esta quita es compatible con el enfoque distributivo del gobierno y permite explicar también el nivel relativamente bajo de adhesión si se lo compara con operaciones contemporáneas. Es claro que menores recortes, resultantes de ofertas más atractivas, incentivan a los acreedores a suscribir.<sup>158</sup> Esto nos lleva a considerar la participación de los acreedores.

Como dijimos, se canjearon títulos por un monto equivalente a un 76,15% de la deuda elegible, lo que dejó un remanente comparativamente alto (23,85%). Si consideramos otros canjes que involucraron bonistas desde 1998, vemos que la mayoría obtuvo adhesiones superiores al 90%, mientras la Argentina tuvo uno de los niveles más bajos, solo superado por la reestructuración de Dominica de 2004 (Cuadro 3).

Esta limitada participación puede comprenderse como resultado de la interrelación entre las duras características de la oferta y la estrategia adoptada por ambas partes. Para profundizar, abordaremos brevemente el nivel de participación alcanzado en los grupos de instrumentos elegibles.

**Cuadro 4. Montos elegibles y ofertados en canje 2005 por grupo de bonos**

Grupo de bonos	Monto elegible	Monto ofertado	% ofertado sobre elegible
Bonos pagaré	3.145	3.139	99,79
Letes	750	659	87,91
Bocones	2.164	1.894	87,53
Bontes	3.939	3.390	86,06
Yenes	3.134	2.978	94,76
Brady	3.565	3.269	91,69
Globales	30.756	25.316	82,31
Euros	30.151	18.899	62,78
Otros	4.224	2.774	65,67
Total	81.837	62.318	76,15

Fuente: Ministerio de Economía, resultados definitivos del canje (2005)

<sup>158</sup> Sin embargo, muchas veces las reestructuraciones amigables con los mercados y los acreedores no reducen el *debt burden* ni aseguran sustentabilidad futura. Acordamos con Guzmán (2016) en que, si bien el *haircut* resultante puede parecer comparativamente alto al ponerlo en relación con otros, el mismo debe ser analizado teniendo en cuenta si permitió alcanzar la sustentabilidad. En este sentido, en muchos de los casos en que la pérdida de los acreedores fue pequeña, debió instrumentarse otra reestructuración poco después.

Si bien el cálculo económico de pérdidas y ganancias inmediatas es un factor central para explicar las acciones de los acreedores, no es el único, pues si lo fuera deberíamos encontrar una predisposición más o menos similar entre grupos, o al menos entre los de igual composición, lo cual no se ve tan claramente. En este sentido, consideramos que además del rechazo a la quita, las motivaciones estratégicas de las agrupaciones y otros factores influyeron sobre la participación de los tenedores de títulos.

Si observamos en mayor profundidad (cuadro 4), vemos que los bonos orientados a acreedores domésticos (bonos pagaré, letes, bocones, bontes, emitidos bajo legislación argentina) tuvieron un porcentaje de ofertas alto. Esto pone en cuestión la eficacia de la estrategia de las organizaciones locales más beligerantes, pero puede comprenderse a la luz del cierre de la vía judicial en Argentina, los que empujó a los acreedores a aceptar los criticados términos.<sup>159</sup>

Es también alta la participación del grupo de bonos en yenes, constituido mayormente por minoristas. Esto podría mostrar el fracaso del GCAB en el tramo de deudores japoneses, aunque es menester señalar que los miembros japoneses representativos del mismo eran bancos que colocaron títulos entre sus clientes, por lo cual se puede especular con que hayan aconsejado a los mismos a canjear (tal como señalamos en el capítulo anterior) como forma de minimizar pérdidas y evitar acciones legales.

La diferencia clara se observa en el caso de los bonos del grupo euro, donde el monto ofertado fue considerablemente más bajo, a pesar de ser el segundo más importante en monto. En este punto creemos que la acción de TFA, que apostó al fracaso del canje y se negó a participar, fue central. En tanto Stock buscaba forzar la presentación de una nueva propuesta, el escaso monto ofertado puede entenderse, en parte, por la abstención de los tenedores italianos. Finalmente, no debemos dejar de considerar que la enorme dispersión de las tenencias de bonos europeos, distribuidos mayormente entre una multiplicidad de inversores minoristas, haya dificultado que las acciones de comunicación del gobierno los alcancen (Cosentino et al., 2017).

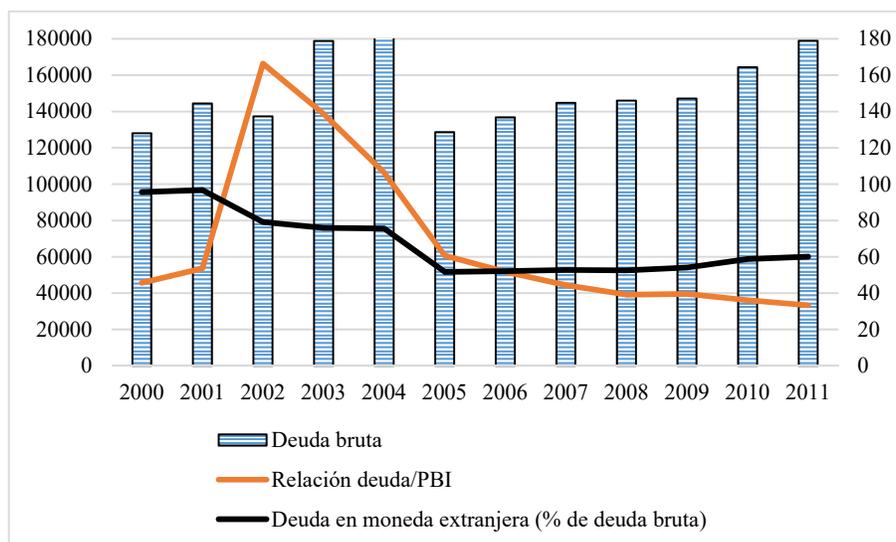
Dicho esto, debemos considerar algunas otras cuestiones sobre el estado de la deuda soberana post-canje. Como resultado de la operatoria, entre 2004 y 2005 se observa una disminución en el stock deuda (de USD 191.295 a 128.629 millones), una caída de la relación de esta con el PBI -que continúa en descenso hasta el final de la serie-, y un

---

<sup>159</sup> Se cerró por el aval dado por la Corte Suprema en abril de 2005 a las normas que dispusieron el diferimiento de pagos y la pesificación de la deuda bajo legislación local (Cosentino et al., 2017).

cambio en su composición, pues la deuda nominada en moneda extranjera desciende en casi 24 puntos (del 75,61 al 51,67% de la deuda bruta)<sup>160</sup> (Grafico 1).

**Grafico 1. Deuda bruta (en millones de USD) e indicadores de sostenibilidad seleccionados (2000-2011) (\*)**



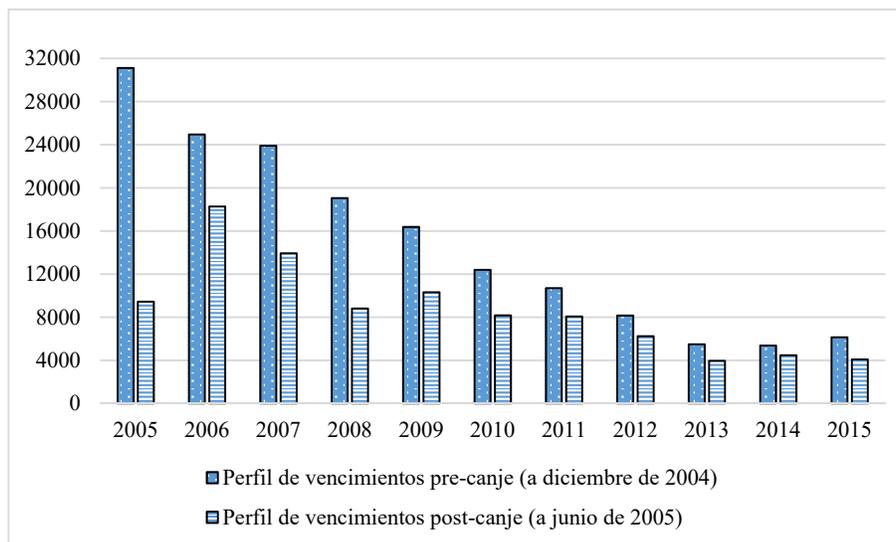
(\*) Los datos desde 2005 no incluyen deuda no ingresada al canje

Fuente: elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía (Boletín Fiscal e Informes de Deuda)

Adicionalmente, en el grafico 2 se observa un alivio sustantivo en los primeros años en el perfil de vencimientos, lo cual es compatible con el objetivo de liberar recursos del Estado que apuntalaran el crecimiento y la mejora de la situación social en un contexto doméstico aún en recuperación. La mayor diferencia se observa en 2005 (poco más de USD 21.000 millones); posteriormente se mantiene, pero decrece, llegando en los últimos años de la serie casi a igualarse.

<sup>160</sup> Por otro lado, en el mismo período la deuda en manos de no residentes disminuye en 11 puntos porcentuales (del 58,4 al 47,4 % de la deuda bruta)

**Gráfico 2. Perfil de vencimientos de la deuda pública pre y post-canje, en millones de USD) (2005-2015)**



Fuente: elaboración propia sobre datos del Ministerio de Economía (Boletín Fiscal)

Finalmente, los principales indicadores de sostenibilidad luego de la operatoria mejoraron en relación al peor momento de la crisis: la relación entre deuda y PBI disminuyó en más de 90 puntos porcentuales; los pasivos en moneda extranjera en relación a las reservas y las exportaciones también cayeron; y el *ratio* entre los intereses pagados y el PBI se redujo a la mitad, mientras que en la relación entre éstos y los recursos tributarios la variación fue de casi 15 puntos.

**Cuadro 5. Indicadores de sustentabilidad seleccionados, pre y post-canje**

Indicador de sostenibilidad	Pre-canje (*)	Post-canje (**)
1) Deuda bruta como % del PBI	166,4%	73,9%
2) Deuda en moneda extranjera como % de deuda bruta	79,1%	51,4%
3) Deuda en moneda extranjera como % de reservas	1154,8%	236,8%
4) Deuda en moneda extranjera como % de exportaciones	415,6%	143,4%
5) Intereses pagados como % del PBI	3,8%	1,9%
6) Intereses pagados como % de recursos tributarios	22,4%	8,6%

(\*) Los indicadores 5 y 6 corresponden a datos de 2001; el resto, a datos de 2002.

(\*\*) Datos de 2005. No incluyen deuda no presentada al canje.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía (Boletín Fiscal 4to trimestre 2007)

Con estos resultados post-reestructuración de reducción significativa del peso de la deuda,<sup>161</sup> en un contexto de crecimiento del producto y de consolidación de superávits externo y fiscal, el gobierno presentó al canje como un paso importante de un proceso de desendeudamiento<sup>162</sup> que se buscaría consolidar en el tiempo como un mecanismo de “desintervención” del capital financiero en la economía local.<sup>163</sup>

#### 4.1.2 Sobre el proceso de desendeudamiento

La cuestión del desendeudamiento fue largamente discutida (especialmente entre los académicos locales), pudiendo identificarse entre los analistas dos orientaciones: por un lado, aquellos que valoran positivamente el escenario abierto en 2005, considerando que representa un cambio en la dinámica del endeudamiento existente hasta entonces<sup>164</sup> y por otro, lo que lo relativizan o lo critican abiertamente.<sup>165</sup> Mientras los primeros reconocen una transformación en el lugar ocupado por el endeudamiento estatal dentro del funcionamiento de la economía y ven cambios en la gestión das finanzas estatales, los segundos tienden a cuestionar la existencia de tal transformación, poniendo el énfasis en el incremento sostenido del stock del pasivo público, en el carácter engañoso de la quita anunciada y en la insostenibilidad a futuro.

De acuerdo con Bordón (2016) los argumentos utilizados para cuestionar la tesis del desendeudamiento son varios. En primer lugar, se entiende que los nuevos mecanismos impuestos por la reestructuración impactaron negativamente sobre el stock de deuda: tanto el ajuste del capital de los bonos indexados como la capitalización de los intereses incrementaron los pasivos en el tiempo. Según la autora, entre 2006 y 2008 sólo por medio del ajuste por el CER este crecimiento alcanzó casi los USD 13.000 millones, mientras que entre 2006 y 2012 los intereses capitalizados sumaron USD 8.090

---

<sup>161</sup> Sin embargo, para los funcionarios el alivio no dejaba de suponer importantes esfuerzos fiscales a futuro, pues la capacidad de pago estaba fuertemente asociada al mantenimiento de los fundamentos del análisis de sustentabilidad en el mediano y largo plazo.

<sup>162</sup> Que se continuaría posteriormente con el pago de la totalidad de las acreencias al FMI a principios de 2006

<sup>163</sup> “Nosotros creemos que la Argentina de los próximos años tiene que trabajar fuertemente (...) hacia el desendeudamiento, hacia la desintervención de nuestra economía (...) y hacia un marco de autonomía nacional. Es decir que desendeudamiento, desintervención y autonomía nacional para nosotros son ejes centrales y fundamentales” (Discurso de Néstor Kirchner, 15/12/2004)

<sup>164</sup> Entre ellos encontramos a Damill, Frenkel y Rapetti (2005), Kulfas (2005), Nemiña (2012b), De Lucchi (2014) y Basualdo (2017). Es menester señalar que estos autores no presentan una mirada ingenua sobre el proceso, sino que se plantean interrogantes sobre los límites de la política de desendeudamiento frente al deterioro en las cuentas fiscales y externas.

<sup>165</sup> Este grupo lo representan Lo Vuolo (2005), Giuliano (2006 y 2013), Varesi (2008), Lo Vuolo y Seppi (2008), Olmos Gaona (2013), Cantamutto (2014 y 2016) y Bordón (2016).

millones.<sup>166</sup> Esto tiene un importante impacto, además, en tanto los intereses se calculan sobre una base creciente, generando así pagos mayores. Además, se considera que la exclusión de la deuda no presentada al canje (que además se incrementaba en el tiempo) falsea la contabilización del stock y los indicadores asociados (Giuliano, 2006).

En segundo lugar, se relativiza la reducción del peso del pago de los intereses y servicios. Aunque se observa la disminución relativa de este rubro sobre las cuentas públicas (medido a partir de diferentes indicadores), se sostiene que los gastos vinculados a la deuda representan proporciones similares a las existentes en los '90 y que, por otro lado, fueron compensados por las disposiciones ya mencionadas (que hacen crecer el coste) a las que se suman casi USD 650 millones de intereses pagados en efectivo de la nueva deuda al momento de concretarse la operatoria.

En tercer lugar, se consideran el incremento de los pagos asociados a las unidades ligadas al PBI. Desde su implementación, el cupón PBI fue abonado en seis oportunidades (2006, 2007, 2008, 2009, 2011 y 2012), sumando un total de USD 10.137 millones (Castiñeira, 2016).<sup>167</sup> Para estos analistas, aunque representan una deuda contingente, han impactado negativamente sobre el coste implícito de la deuda pública y ha contribuido a morigerar considerablemente la quita inicialmente sufrida por los acreedores.<sup>168</sup>

Cuarto, se sostiene que el desendeudamiento es limitado o falso porque (además de los mecanismos descriptos) el gobierno siguió endeudándose en el plano doméstico. En este sentido, la deuda no dejó de crecer, pues se reemplazó deuda externa por interna, principalmente con organismos estatales.<sup>169</sup> Dicho cambio es objeto de crítica, pues la deuda intra-estatal comprometería la solvencia de las instituciones públicas acreedoras.

En definitiva, para esta mirada, los logros manifestados por el gobierno no serían tales: el problema de la deuda persistió; las conclusiones sobre el desendeudamiento se

---

<sup>166</sup> Dada la importancia creciente de este ajuste ligado al incremento del índice de precios al consumidor se cambió la metodología de medición del mismo, lo que generó resquemores sobre la confiabilidad y validez de los datos publicados

<sup>167</sup> Además, se estima un sobrepago del cupón debido a la sobreestimación del crecimiento del PBI con posterioridad al cambio de metodología del IPC (Castiñeira, 2016).

<sup>168</sup> Esto pagos han generado duras críticas, entre ellas que resultó ser un instrumento exótico y caro y que se diseñó subestimando el crecimiento futuro del PBI. Creemos como Guzmán (2016) que, primero, no es correcto evaluar una decisión realizada en un contexto de incertidumbre a la luz de los resultados posteriores. Segundo, que para el deudor lo más importante no son tanto los pagos en sí mismos sino la recuperación de la sustentabilidad, por lo que la distribución de los mismos en el tiempo no es necesariamente menos importante que el valor presente de lo que se paga. Por eso, el país obtuvo alivio cuando más lo necesitaba (es decir, cuando tenía importantes problemas de demanda agregada que requerían políticas macroeconómicas expansivas) y pagó más cuando pudo hacerlo.

<sup>169</sup> Este sería el caso del pago realizado al FMI con reservas de libre disponibilidad a principios de 2006, que no habría hecho más que reemplazar un pasivo con el organismo internacional por otro con el BCRA.

sustentaron en datos parciales, o directamente falseados, lo que ponía en duda su sustentabilidad; la gestión de los pasivos lejos estuvo de ser satisfactoria y no hubo cambios sustantivos respecto a etapas anteriores, pues se siguió pagando, y mucho, a los acreedores.

Nosotros creemos que estos análisis subestiman un cambio central, que es el de la transformación en la composición de la deuda, principalmente ligada a la disminución de la deuda en divisas y con agentes privados. Si bien los mencionados analistas presentan evidencias incuestionables sobre el impacto de ciertos mecanismos, la sola consideración del crecimiento en términos absolutos o agregados sin profundizar en su estructura, aunque importante, supone también un análisis limitado. En esto coincidimos con De Lucchi (2014) para quien “analizar los procesos de endeudamiento o desendeudamiento implica observar la *calidad* y no tanto la *cantidad* del stock de deuda.” (35). De acuerdo con el economista, luego del canje se observa una mejora en la calidad de la deuda pública argentina por varias vías. Entre ellas enumera la reducción del stock de deuda pública en moneda extranjera con terceros, la baja de los *ratios* de esta deuda sobre las exportaciones y las reservas y el aumento de la participación de la deuda intraestatal en el total. Estos procesos, en el que el desendeudamiento en moneda extranjera aparece como el más significativo, suponen – y en esto coincidimos con el autor- “un avance significativo en términos de la fragilidad financiera del Gobierno, sobre todo, teniendo en cuenta la historia del endeudamiento argentino de las últimas décadas”. La reducción de la exposición al riesgo cambiario, para un país con un largo historial de crisis externas, implicó un cambio cualitativo que resguarda al país de shocks externos.

Entendemos que las decisiones de financiamiento posreestructuración<sup>170</sup> estuvieron lejos de constituir una mera continuidad con el pasado, e imprimieron a la deuda soberana una dinámica más sustentable que en el pasado reciente. Esto no significa asumir que el problema de la deuda desapareció<sup>171</sup> ni que su repago no impacta sobre las cuentas públicas y externas. De hecho, esto fue reconocido explícitamente por los funcionarios y es señalado por numerosos análisis. Sin embargo, la gestión de la deuda<sup>172</sup> ha permitido manejarla con más holgura que en el pasado y ha tenido un resultado fundamental: el de permitir ganar márgenes de maniobra en el plano fiscal y

---

<sup>170</sup> Resultado de una combinación de política económica doméstica y factores internacionales

<sup>171</sup> El creciente deterioro del frente externo y fiscal durante la presidencia de Cristina Fernández de Kirchner mostrarían claramente las gestiones que debían realizarse para atenderla.

<sup>172</sup> Al menos hasta 2015

grados de libertad para gestionar la política económica, permitiendo tomar distancia de las disposiciones y condicionalidades que imponen los mercados financieros internacionales. En este sentido, la gestión post-canje, enmarcada en la política de desendeudamiento, tuvo consecuencias políticas que la diferencian de otras experiencias de la historia argentina reciente.

Habiendo analizado las características financieras de la nueva deuda y las transformaciones que introdujo el canje, debemos adentrarnos en otro de los aspectos de la reestructuración con consecuencias ulteriores. Nos referimos a las disposiciones contractuales diseñadas para la operatoria, que ordenaron desde entonces las relaciones con los acreedores privados y repercutieron sobre el derrotero de los litigios con los *holdouts*.

#### **4.2 La dimensión contractual-legal: los incentivos diseñados y su relación con los litigios posteriores**

Las reestructuraciones suponen el establecimiento de nuevas relaciones entre el deudor y sus acreedores, las cuales están plasmadas en los contratos que se suscriben. Éstos contienen no sólo las nuevas condiciones de repago sino también una serie de cláusulas y disposiciones legales –la mayoría estándar, alguna que otra novedosa– que, de manera combinada, sirven para incentivar la participación, proteger los derechos de las partes y coordinar las acciones de los tenedores, entre otros. En el episodio que nos ocupa, las características contractuales de la nueva deuda emitida y las disposiciones legales asociadas son fundamentales para comprender esta reestructuración y ciertos aspectos de los posteriores litigios.

Si bien el caso argentino distó de ser revolucionario en términos de las herramientas legales que introdujo,<sup>173</sup> sí tuvo el mérito de adaptarlas a una vasta escala (Gelpern, 2005): El diseño del andamiaje contractual del canje buscó, por un lado, maximizar la adhesión proveyendo una serie de incentivos y garantías legales para los participantes de la operación y, por otro, minimizar las potenciales amenazas de acreedores reticentes.

Para Bucheit y Daly (2014), los tenedores de deuda que consideran participar de una reestructuración temen dos cosas. En primer lugar, no desean parecer negociadores incompetentes, lo que sucede si un grupo de acreedores se asegura mejores condiciones

---

<sup>173</sup> De acuerdo con los expertos, los contratos de deuda suelen ser sumamente estandarizados, no habiendo lugar para la innovación continua.

después de otros acordaran bajo condiciones más severas. En segundo lugar, no quieren que lo que se ahorra el deudor como resultado de su propia “generosidad”, se desvíe hacia los prestamistas que se negaron a unirse inicialmente. Es por esto que los deudores tienden a incorporar provisiones legales que aseguran *la igualdad de tratamiento* a los acreedores. En el caso que nos ocupa, encontramos la *cláusula del acreedor más favorecido* y la ampliamente utilizada *cláusula la pari passu*.

La cláusula del acreedor más favorecido figura en los contratos argentinos como cláusula de *derechos sobre ofertas futuras*, más conocida como “cláusula RUFO” por las siglas en inglés de *Right Upon Future Offers*. “La RUFO”, como posteriormente se la llamó, fue anunciada en noviembre de 2004 en ocasión de la presentación de la oferta global. Su incorporación tardía nos muestra claramente su carácter de endulzante legal, concebido como estímulo adicional en el marco de las duras negociaciones con los acreedores. La misma fue aplicada a los bonos emitidos bajo legislación nacional y extranjera y constituye la principal novedad del canje argentino en términos contractuales.<sup>174</sup>

Dicha cláusula implicaba que si la República, luego de finalizada la operatoria, ofrecía comprar, canjear o enmendar dentro del período de 10 años después de la fecha de ejecución cualquier bono elegible que no hubiese sido canjeado,<sup>175</sup> los *holdins* quedaban facultados a optar por participar en la nueva operación y obtener el mismo trato en base al monto de deuda que tenían originariamente (AGN, 2006). La idea de una disposición semejante es inducir a la participación, pues el soberano se compromete a que su oferta será definitiva, enviando así la señal a los *holdouts* de que no está dispuesto a involucrarse en ningún tipo de operatoria a futuro que implique mejores términos que los ofrecidos a los adherentes.

Posteriormente, en febrero de 2005 se aprobó ley 26.017,<sup>176</sup> más conocida como *ley cerrojo*, que prohibía a la República reabrir el canje o hacer cualquier tipo de arreglo respecto a los bonos que formaban parte de la deuda elegible no ingresada al canje. Esta norma complementó las disposiciones existentes en el prospecto y perfeccionó lo establecido en la RUFO, al explicitar la prohibición de realizar arreglos judiciales.

---

<sup>174</sup> Esta no es una disposición sumamente extendida. Además del canje argentino, sólo se la encuentra en la reestructuración de Belice de 2006 (Cosentino et al., 2017)

<sup>175</sup> Específicamente, hasta el 31 de diciembre de 2014.

<sup>176</sup> Fue suspendida en dos ocasiones, en 2010 por medio de la ley 26.547 (en ocasión de la reapertura del canje 2010) y en 2013 por medio de la ley 26.886 (en ocasión de la disputa con los fondos buitres, para darles la posibilidad de acceder al canje en condiciones similares a la de los *holdins*).

Esta ley también puede entenderse en función de la dinámica de presiones y acciones propia del proceso de negociación. Según Guzmán (2016) la ley fue una respuesta a un artículo publicado por el *Financial Times* el día 14 de enero de 2005 (un día antes del inicio del *road show* de promoción) en el que se sugería que el gobierno podría manipular el lenguaje presente en el prospecto, dejando abierta la posibilidad de un mejor arreglo con los *holdouts*. En este contexto, según Guzmán, la ley fue concebida inicialmente como un instrumento de *marketing* que permitía mostrar dureza, pero no implicaba el repudio de la deuda no presentada al canje. Sin embargo, luego sería utilizada justamente en este sentido por los acreedores litigantes –más específicamente, por el fondo buitre NML-, para establecer que Argentina había subordinado legalmente las acreencias en su poder y se encontraba de esta manera violando la cláusula *pari passu*.

Esta última cláusula, estándar, que busca garantizar un tratamiento equitativo entre todos los prestadores del país deudor, fue incluida en los nuevos contratos. La expresión *pari passu* implica igualdad y ausencia de preferencias entre los acreedores. Olivares Caminal (2011) nos dice que la cláusula tiene dos patas: una interna, a partir de la cual los bonos emitidos tienen igual rango entre sí; y otra externa, a partir de la cual los bonos emitidos poseen un rango *pari passu* respecto a las otras obligaciones no garantizadas (presentes y futuras) del emisor. La inclusión de la *pari passu* en los contratos de deuda supone que los soberanos, aunque pueden en términos prácticos discriminar entre acreedores,<sup>177</sup> no deben establecer un fundamento legal para dicha discriminación (Wong, 2015).

Sumado a estas disposiciones, la Argentina introdujo otro incentivo mediante el establecimiento de un convenio de *fideicomiso* –en lugar de la agencia fiscal.<sup>178</sup> En virtud del mismo, se separó al Estado argentino –en su calidad de originante de los fondos de pago- del administrador de los mismos. En este caso la República, en su carácter de fiduciante, instituyó como fiduciario al Bank of New York, y como beneficiarios a los tenedores de bonos canjeados. El efecto esencial del fideicomiso es la constitución de un patrimonio de afectación con los bienes fideicomitados que se

---

<sup>177</sup> El tratamiento diferencial entre acreedores es moneda corriente dentro de la política de manejo de la deuda de cualquier gobierno, lo que puede comprenderse por factores políticos, financieros o estratégicos en cada caso particular.

<sup>178</sup> Ya lo había hecho Uruguay previamente (Gelpern, 2005). La estructura de agencia fiscal había sido utilizada durante la década de los 90 para captar financiamiento externo. Argentina había suscripto en 1994 un contrato (el Fiscal Agency Agreement, o FAA) que sirvió de marco para las distintas emisiones de bonos globales que hizo el Estado Nacional hasta el 2001.

asignan en propiedad fiduciaria al fiduciario pero que no integran su patrimonio. En consecuencia, los acreedores de éste no tienen acción contra esos bienes, ni tampoco la tienen los acreedores del fiduciante (pues este transfirió los bienes, restándolos de su patrimonio) (AGN, 2006). Esta forma de gestionar los servicios de la deuda tuvo por objetivo dar a los *holdings* seguridad sobre sus futuros cobros, al proteger los flujos de pago de los bonos nuevos de eventuales embargos.<sup>179</sup>

Por último, se incluyeron disposiciones relacionadas con posibles *incumplimientos de obligaciones* por parte del deudor soberano que establecieron, por un lado, reaseguros adicionales para los inversores y, por otro, mecanismos de coordinación a implementarse en casos de *default*. Entre ellas encontramos el tradicional *renunciamiento a la inmunidad soberana, la aceleración, el cross default, y las cláusulas de acción colectiva*.

La *renuncia a la inmunidad soberana*<sup>180</sup> supone que el país acepta “voluntariamente” una prórroga de jurisdicción a favor de tribunales extranjeros, es decir, el deudor se somete a la justicia de aquellos estados bajo cuya ley se emiten los bonos, para dirimir allí cualquier demanda derivada de la relación contractual que establece con los acreedores. En la práctica, la posibilidad de tomar préstamos o emitir deuda en las principales plazas financieras internacionales depende de que los estados incorporen este tipo de estipulaciones en los contratos de deuda, pues brinda “seguridad jurídica” a los inversores.<sup>181</sup>

Por otro lado, se incluyeron *cláusulas de acción colectiva (CACs)*, relativamente novedosas por entonces.<sup>182</sup> Las CACs establecen mecanismos que facilitan la constitución de mayorías que pueden convenir con el país deudor los términos de una reestructuración y hacer obligatorio su cumplimiento para la totalidad de los tenedores. Su objetivo es facilitar la coordinación intra-acreedores y bloquear la conducta litigiosa

---

<sup>179</sup> Previo al canje, los rumores de embargos sobre los futuros pagos a realizar a los adherentes circulaban sostenidamente, teniendo en cuenta el antecedente mencionado de Elliott vs. Peru.

<sup>180</sup> Tal como lo explican Kupelian y Rivas (2014), la doctrina de la inmunidad soberana establece que los estados gozan de ésta bajo dos formas: la inmunidad de jurisdicción y de ejecución. Mientras la primera está ligada a la imposibilidad de que un estado extranjero sea sometido a juicio ante los tribunales de otro, la segunda se define como la imposibilidad de que los activos de un país sean objeto de medidas de ejecución por los órganos de otro estado.

<sup>181</sup> En el prospecto de emisión, Argentina renuncia a la inmunidad soberana sometiéndose a los tribunales del Condado de Manhattan, Ciudad de Nueva York y de Inglaterra, aunque también establece excepciones a la misma, como “los activos que constituyen reservas libremente disponibles en virtud de la ley argentina y los bienes de la Argentina que prestan un servicio público esencial” (Suplemento de prospecto, traducción oficial, 2004:42).

<sup>182</sup> Las CACs fueron utilizadas por primera vez por México en 2003 y para el 2005 ya se habían vuelto habituales en las emisiones de bonos de países emergentes

de los tenedores disidentes. A pesar de ser entonces una reforma contractual reciente, Argentina fue el primer país, luego de Uruguay, en incluir cláusulas de votación agregada y el primero en implementarlas a tal escala sin mayores objeciones por parte del mercado.

Finalmente, se reconocieron mecanismos de *enforcement* ante episodios de incumplimiento, como refuerzos al compromiso de pago y de protección a los inversores. El *mecanismo de aceleración*, (*acceleration to maturity*) establece que ante la ocurrencia y continuidad de un evento de *default* en cualquier serie de bonos, los tenedores de al menos el 25% del monto agregado principal de la deuda *outstanding* de la serie pueden exigir el pago inmediato del capital, los intereses y todos los demás montos pagaderos de esa serie.

Dentro de las posibilidades de eventos de incumplimiento, es importante destacar el *default cruzado* o *cross default*, que establece que la violación de cualquier obligación constituye un *default* sobre la restante deuda, incluso aquella que se encuentra en estado de cumplimiento. Así, un evento de *default* en un instrumento torna a las restantes obligaciones inmediata y anticipadamente exigibles, aún antes de su vencimiento. La finalidad de la aceleración es proteger a los acreedores de un comportamiento oportunista por parte del estado deudor y se basa en la premisa de que si éste no fue capaz de cumplir con una obligación establecida en un acuerdo determinado, es posible que tampoco cumpla con otras obligaciones contraídas mediante otros acuerdos y con diferentes acreedores. (AGN, 2006; Choi et al, 2012).

En el marco de la estrategia del gobierno, este conjunto de disposiciones se combinó para impulsar mayores niveles de adhesión y minimizar la conducta *holdout*. Si bien resultaron efectivos para lograr el primer objetivo, en el largo plazo se mostrarían como el principal punto débil de la Argentina.

Habiendo repasado las principales cláusulas y disposiciones relacionadas con los contratos de deuda, debemos adentrarnos en la última de las dimensiones: la político-sistémica. La reestructuración argentina no fue una operatoria más, sino que tuvo un gran impacto al interior del sistema financiero internacional. En este sentido, profundizó las discusiones sobre la deuda soberana, la necesidad de reformas, las relaciones entre los actores involucrados en reestructuraciones y los mecanismos para hacerlas más eficientes resultando -en última instancia- en un debate sobre la arquitectura financiera internacional.

### **4.3 La dimensión políticos-sistémica: las particularidades del canje argentino y la discusión internacional sobre la arquitectura financiera internacional**

El desarrollo de la reestructuración tuvo peculiaridades que resultaron en una complejización de los debates presentes a nivel global sobre las crisis financieras, los mecanismos para resolver cesaciones de pago soberanas y la arquitectura financiera internacional. Aquí abordaremos algunos de estos tópicos. En primer lugar, nos ocuparemos del cambio en el papel desplegado por el sector oficial, poniendo el foco en los dos actores que intervinieron de manera preponderante en las reestructuraciones desde los 80, el Fondo Monetario Internacional y el gobierno de los Estados Unidos; en segundo lugar nos ocuparemos de las repercusiones de dicha intervención sobre el poder relativo de los acreedores y sus organizaciones, para finalmente rever algunas de los procedimientos propuestos para resolver cesaciones de pago como la experimentada en 2001.

En el canje argentino *el FMI* tuvo un grado de intervención bien diferente del que había ocupado anteriormente como garante y auditor de propuestas de reestructuración. Tal como señalamos en capítulos anteriores, la mediación del organismo durante las negociaciones de la República con los acreedores fue limitada, lo que las diferencia de otras experiencias contemporáneas<sup>183</sup> en las cuales aquel jugó un activo rol.

A este respecto, la mayor singularidad residió en que el diseño y la gestión de la reestructuración se desarrollaron sin injerencia del FMI. El organismo ni siquiera auditó las proyecciones financieras que sirvieron de fundamento a la sostenibilidad de la propuesta de canje, lo que sucedía por primera vez (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005; Roubini y Setser, 2004). Aunque Argentina había suscripto un acuerdo en septiembre de 2003 –finalmente suspendido en agosto de 2004–, éste no definía las condiciones del tratamiento a los bonistas, lo que dejó librada a la negociación la fijación de los presupuestos macroeconómicos y fiscales que permitieran afrontar los pagos a los privados. Fue así que el gobierno pudo generar una propuesta que no seguía los lineamientos tradicionales de ajuste, sino que era compatible con sus objetivos generales de política económica y con la estrategia de negociación.

---

<sup>183</sup> Como las reestructuraciones de Pakistán, Ucrania, Ecuador y Uruguay. En estas experiencias, los países deudores negociaron con el Fondo un acuerdo de mediano plazo atado a condicionalidades que, aunque no determinaba oficialmente el valor de la quita, definía los parámetros centrales para una reestructuración. Además, el FMI poseía una importante influencia al ostentar el monopolio de la elaboración del modelo de sustentabilidad que garantizaba, al menos en el papel, el repago futuro dando legitimidad a la propuesta frente a los mercados, los acreedores y los restantes actores del sistema financiero internacional.

Por otro lado, el FMI tampoco otorgó financiamiento neto durante la negociación. La ausencia de fondos frescos, en un contexto de mejora de las cuentas externas y fiscales y de acumulación progresiva de reservas por parte del gobierno, limitó aún más las posibilidades de injerencia del organismo sobre las decisiones gubernamentales.

Este cambio en sus roles de técnico y prestamista,<sup>184</sup> supusieron el debilitamiento relativo del Fondo como actor político, en dos sentidos. Primero, y en el caso concreto que nos ocupa, porque disminuyó su grado de intrusión en la negociación como promotor de las demandas de los acreedores.<sup>185</sup> Segundo, y lo que es tal vez más importante, porque contribuyó a ahondar el cuestionamiento al Fondo como actor central de las finanzas internacionales y a sus “recetas” ortodoxas de manejo de las crisis. En este sentido, el rol jugado en la reestructuración debe entenderse a partir de la posición en el que se hallaba el Fondo en el escenario internacional a principios del nuevo siglo.

Desde la crisis asiática el FMI se encontraba en una profunda crisis de credibilidad y legitimidad que incluía un debate sobre el papel que ocuparía en el sistema financiero global luego del fracaso de sus sucesivas intervenciones en los ‘90.<sup>186</sup> El *default* y el estallido de la convertibilidad en Argentina, ocurridos inmediatamente después de que el organismo (a instancias de los Estados Unidos) “soltara la mano” al país que durante más de una década había sido presentado como ejemplo exitoso de implementación de las reformas y políticas promovidas por el mismo, generaron una revisión interna sobre la responsabilidad del organismo y multiplicaron los interrogantes internacionales sobre su protagonismo futuro. La posterior reestructuración, en la que ocupó una posición marginal y que fue diseñada a contramano de sus recomendaciones habituales de política, operó en este mismo sentido, horadándolo.

Uno de los principales críticos a la política de rescates implementados por el FMI durante los ‘90 fue el gobierno republicano de G.W. Bush., que desde su llegada a la

---

<sup>184</sup> Estos cambios, como vimos, fue aprovechados por la Argentina para avanzar en su negociación con los privados. Las diatribas gubernamentales contra el organismo, la puesta en evidencia de la divergencia de sus intereses respecto de los demás acreedores y la suspensión del acuerdo, permitieron al gobierno morigerar aún más su influencia.

<sup>185</sup> En episodios previos, y amparado en la política de *Lending into arrears* el FMI había ejercido presión sobre los soberanos para lograr que estos acomodaran su accionar a los intereses de los privados (Simpson, 2006).

<sup>186</sup> Según la discusión existente entonces, la intervención del FMI no había hecho más que generar incentivos para la conducta riesgosa de soberanos a inversores, aumentando considerablemente el riesgo moral. Los *bail-outs* masivos y generalizados (implementados con el objetivo de apuntalar a los países en dificultades y evitar contagios que generaran disrupciones regionales o globales) realizados con dinero público aseguraban que no habría sanciones ni costos para comportamientos irresponsables de países ni de inversores.

Casa Blanca buscó distanciarse de la administración predecesora e implementar una nueva política financiera basada en la reducción del riesgo moral y el comportamiento especulativo. El argentino fue el caso testigo en el que la misma se implementó, desatando la crisis. Sin embargo, posteriormente, la política de *hands-off*<sup>187</sup> implementada por Bush hijo –política que se alejó de experiencias previas de intervención del *gobierno de los Estados Unidos*- supondría una disminución considerable de la injerencia del país del norte (de manera directa y a través del Fondo) sobre las negociaciones, que jugaría a favor del país.<sup>188</sup> La concepción de las negociaciones como un asunto entre la República y sus acreedores, en la que ni el FMI ni su principal accionista debían intervenir, no solo apuntaló la estrategia argentina y debilitó la posición acreedora, sino que también generó interrogantes sobre las implicancias de la posición del hegemon sobre futuras crisis financieras y de deuda Helleiner (2005).

Estas formas de (no) intervención tanto del FMI como de los Estados Unidos tuvieron consecuentemente, repercusiones sobre la parte acreedora, pues la privó de uno de los soportes más importantes que había tenido históricamente, contribuyendo al *cambio en las relaciones de fuerza entre deudores y acreedores*, a favor de los primeros. En el caso argentino, parecía que la República había logrado imponer a los acreedores sus criterios en la reestructuración sin sufrir mayores sanciones internacionales, prescindido de la intervención del FMI y logrado mantener a raya a los actores litigiosos.

Si la mayoría de los acreedores optó por aceptar una oferta catalogada al menos como magra ¿cómo puede comprenderse? Aquí sostenemos que la parte acreedora se encontraba en una posición especialmente débil, que fue aprovechada por el gobierno argentino. Esta debilidad tenía en primer lugar un fundamento estructural: la deuda en *default* era particularmente heterogénea, lo que profundizaba la fragmentación que define al universo acreedor desde los 90. Si bien los prestamistas de la República

---

<sup>187</sup> Según Madcur, el Tesoro norteamericano no se limitó a sostener una actitud de *hands-off*, sino que más bien se involucró para frenar los embates de los países europeos contra el país durante las negociaciones (Kanenguiser, 2006)

<sup>188</sup> Como dijimos en el capítulo anterior, la no-intervención de los Estados Unidos podía explicarse por una serie de factores (Helleiner, 2005). A estos debemos sumar, primero, que la crisis se había circunscrito a Argentina y la cesación de pagos no ponía en riesgo la estabilidad del sistema financiero internacional (como en los '80); y segundo, que la mayoría de los acreedores en Estados Unidos (que por otra parte eran una porción minoritaria del total) eran inversores institucionales acostumbrados a negociar pérdidas razonables, que priorizan el mantenimiento de relaciones duraderas con los países deudores. Estas cuestiones diferenciaban el accionar de la administración Bush, a su vez, de las de otros países del G7 (Kanenguiser, 2006)

lograron vencer en algún grado las dificultades para la coordinación y crearon instancias representativas, las mismas reflejaban la atomización presente al interior de la parte acreedora en el nivel de las organizaciones. Esta pluralidad organizativa y de representación impidió (sumado a la acción de deslegitimación y segmentación del gobierno) la conformación de una instancia única y unificada de coordinación que tuviera la legitimidad y la fuerza suficiente para negociar en mejores condiciones con la Argentina. A la debilidad de composición se le sumó, en segundo lugar, la debilidad política ocasionada por las dificultades propias para la coordinación, y potenciada por el papel limitado del FMI y la decisión de los Estados Unidos de “no tomar partido”. Estas posturas lejos estuvieron de ser neutrales, sino que quitaron un sustento fundamental a la estrategia coercitiva de los acreedores. En este sentido, la reestructuración argentina no sólo mostró las dificultades de la coordinación de un grupo complejo, sino que –y lo que es más importante- permitió demostrar el limitado poder de negociación que posee en ausencia de la intervención del sector oficial coordinando sus acciones y procurando la atención de sus intereses (Kamlani, 2008).

Frente a este panorama es que Gelpern (2005) consideró que la crisis y reestructuración argentina dejaban la impresión de que, frente a la abstención del sector oficial, se había cambiado el balance de poder en favor de los deudores. Esto respondió a que los acreedores se comportaron de manera acorde al estereotipo atomístico, sin poder establecer una coalición coherente y con lineamientos estratégicos unificados. Pero también (y fundamentalmente) respondió a la abstención de actores con capacidad de compeler al soberano a la acción e incluso “organizar” a los acreedores por encima de sus propias diferencias. Esta experiencia suma elementos a la discusión sobre ciertos aspectos de las propuestas de marcos de reestructuración, específicamente el referido a la utilidad de los comités de acreedores como instancias organizativas y de representación, algo que es impulsado por algunos sectores.<sup>189</sup>

Finalmente, y en relación a los recién mencionados marcos para la reestructuración de pasivos soberanos, el caso argentino impulsó (en esta primera instancia y a lo largo de todo su extenso desarrollo) un *debate sobre la arquitectura financiera internacional*. Incluso creemos que la experiencia argentina puede comprenderse dentro de la discusión más amplia, impulsada desde el sur global, sobre estrategias políticas e

---

<sup>189</sup> En esta discusión encontramos posiciones divergentes. Mientras autores como Kamlani (2008) y Buchheit (2009) muestran sus limitaciones, Portes (2004) y DeSieno (2016) promueven su conformación bajo diferentes modalidades. El IIF en sus *Principles for table capital flows and fair restrcuturing in emerging markets* (2004) también los incluye como vehículos apropiados para las negociaciones.

institucionales alternativas a las prevalecientes dentro de la comunidad financiera internacional, para fomentar arreglos financieros que impulsen el desarrollo (Gabel, 2013).

Sobre los procesos de resolución de cesaciones de pago, la complejidad del episodio que estudiamos puso en duda las capacidades del *statu quo*<sup>190</sup> para resolverlo de manera satisfactoria. Tal como señalamos antes, la diversidad de los acreedores y sus organizaciones, la complejidad legal de sus pasivos y el enorme stock de deuda hicieron que en el caso argentino emergieran todos los problemas que pueden surgir en una reestructuración (Roubini y Setser, 2004). Esta complejidad generó acalorados debates sobre la necesidad de realizar reformas e implementar nuevos mecanismos para el manejo de las bancarrotas soberanas (Soedemberg, 2003).

Fue entonces que surgieron, desde el epicentro del sistema financiero, dos propuestas. La primera de ellas, la estatutaria, nació en el seno del propio FMI, en el descripto escenario de debate interno y desprestigio internacional.<sup>191</sup> Fue su entonces subdirectora, Anne Krueger, quien impulsó a fines de 2001 un marco normativo internacional para la resolución de episodios de insolvencia estatal. El Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) pretendía constituirse en el andamiaje legal internacional que, inspirándose en el capítulo 11 de la ley de bancarrota de Estados Unidos, fijase las reglas e incentivos que permitieran un proceso ordenado, eficiente y beneficioso para las diferentes partes (Krueger, 2002). Suponía que, si se adaptaban adecuadamente algunas de las características presentes en las leyes mercantiles sobre insolvencia de empresas, podrían incorporarse en el diseño de soluciones para los soberanos. La propuesta generó la crítica de las entidades bancarias, financieras y de diversos grupos de prestamistas, quienes entendían que erosionaba los derechos de los acreedores y ponía en peligro a los mercados de deuda emergente (Macías Vázquez, 2008). Las dificultades políticas para su implementación<sup>192</sup> y el impulso dado por Estados Unidos a las cláusulas de acción colectiva dieron por tierra la iniciativa.

---

<sup>190</sup> Nos referimos a la llamada solución de mercado, el canje de deuda basado en la negociación entre las partes involucradas, que mostró ser insostenible (Eichengreen, 2003).

<sup>191</sup> Numerosas propuestas surgieron entre 1976 y 2001 para resolver las problemáticas existentes en los procesos de reestructuración de deuda soberana. Ver Rogoff y Zettelmeyer (2002)

<sup>192</sup> La creación de una instancia judicial internacional como la propuesta en el SDRM requería la modificación universal de las legislaciones nacionales, o bien la reforma del acuerdo constitutivo del FMI, lo que a su vez sólo podía hacerse con el 85% de los votos afirmativos de los miembros del organismo. Lograr un compromiso político de tal envergadura para cambiar las legislaciones locales, por un lado, u obtener esa supermayoría entre los países miembros del FMI, por otro, hubiese sido una tarea formidable, que efectivamente no se consiguió (Eichengreen, 2003)

Justamente sobre la incorporación de CACs (ya analizadas) se orientó la segunda propuesta, la *contractual*, que buscó fortalecer los contratos de deuda, para hacerlos más completos, claros y eficientes. El Tesoro de los Estados Unidos fue su principal promotor y contó con el apoyo de los actores del mercado, pues suponía una orientación mucho más gradual que el SDRM, ya que se limitaba a incorporar o perfeccionar provisiones contractuales. Fue así que prevaleció y desde entonces se aplicó de manera generalizada.

En paralelo a los debates impulsados y a las políticas implementadas por los actores nodales de las finanzas internacionales, en el sur global comenzaban a fortalecerse los esfuerzos regionales y nacionales para hacer frente a las recurrentes crisis financieras. Desde los episodios del sudeste asiático, en los países en desarrollo comenzó un proceso de experimentación e innovación institucional y política –que se profundizaría desde 2008-, a partir del cual éstos tomaron medidas para protegerse de turbulencias futuras, las sanciones del FMI, y la intromisión -del Fondo y de los países centrales- en su espacio de decisiones políticas (Gabel, 2013). Creemos que podemos incluir a la estrategia de reestructuración argentina dentro de estos esfuerzos de búsqueda de nuevas formas de gestión y resolución de las crisis desde la perspectiva de los países afectados.

En este sentido las características del canje, cuyo objetivo fue compatibilizar los pagos con el crecimiento económico interno y la mejora de la situación social, parecía entonces sentar un precedente y abrir nuevos caminos para gestionar la deuda soberana y las relaciones con los acreedores,<sup>193</sup> caminos alejados de los tradicionalmente recorridos en las décadas previas. Sin embargo, la estrategia (posteriormente profundizada) se encontraría con dificultades y contrariedades que llevarían a relativizar algunos de los éxitos iniciales.

#### **4.4 Los resultados obtenidos y su relación con las estrategias de negociación**

La estrategia de negociación de la deuda pública en cesación de pagos resultó exitosa en el corto y mediano plazo, si consideramos algunos de los aspectos hasta aquí desarrollados. Inicialmente los resultados obtenidos superaron las expectativas de los propios protagonistas y de los diferentes actores que habían seguido atentamente las negociaciones: tres cuartas partes de los acreedores aceptaron la oferta, contrariamente a

---

<sup>193</sup> Incluso podemos pensar que el éxito inicial de la estrategia argentina inspiró otras reestructuraciones, como la de Ecuador de 2009, en la que el presidente Rafael Correa implementó una estrategia con diferentes mecanismos legales, pero también abiertamente confrontativa, que implicó la realización de una auditoría para determinar la legitimidad de la deuda pública del país latinoamericano.

los que decían las organizaciones representativas; la operación se había concretado superando las numerosas demandas y pedidos de embargo en Argentina, Estados Unidos, Italia y Alemania; y se había logrado disminuir el peso de la deuda y superar la situación de *default*.

En este sentido, la estrategia distributiva llevada adelante por la administración Kirchner logró un reparto de pérdidas, en perjuicio de los acreedores, que aminoró la carga de la deuda y permitió liberar recursos públicos, en un contexto internacional favorable, que se aplicaron a políticas expansivas destinadas a sostener el crecimiento económico y contrarrestar el deterioro social producto de la crisis de 2001.

Adicionalmente, la táctica de segmentación de los acreedores había rendido sus frutos. El reconocimiento de una multiplicidad de organizaciones, sumado a la deslegitimación de las mayores, permitió mantener al universo acreedor desunido y atomizado, debilitando su posición y su poder de negociación para imponer condiciones al gobierno. En este escenario, el acuerdo con las AFJP, la ruptura del GCAB y el cansancio de una multiplicidad de minoristas generaron un nivel de aceptación suficiente como para dar por concluida la operatoria en una primera etapa, descartar una nueva oferta y anunciar el fin de la cesación de pagos. Los acreedores litigiosos, por otra parte, vieron cerradas las puertas a sus reclamos en Argentina e Italia, y habían avanzado muy poco en los tribunales de Nueva York.

Coincidimos con Gelpern (2005) quien sostiene que el manejo heterodoxo del problema de la deuda es en parte responsable del resultado obtenido en el canje. Creemos que el gobierno fue un hábil lector del escenario abierto tras la crisis y supo sacar provecho de los elementos de la coyuntura que podían jugar a su favor, tanto para apuntalar su estrategia como para lograr llevar adelante sus objetivos de política. Sin salirse completamente de los cánones establecidos, pero flexibilizándolos y forzándolos toda vez que pudo, implementó una estrategia que llevó a resultados positivos, e incluso sorprendidos, en un contexto donde prevalecían las expectativas negativas. Si bien es cierto que el contexto financiero mundial, la particular intervención de actores como los Estados Unidos y el debilitamiento relativo del FMI ayudaron, los funcionarios aprovecharon inteligentemente los huecos existentes frente a la debilidad de la estrategia acreedora para, dentro de los límites impuestos por una solución de mercado, implementar una propuesta de reestructuración con características diferentes a las habituales.

Sin embargo, algunos de los resultados (especialmente los relacionados con los aspectos legales-contractuales y el importante remanente de no adherentes) crearon condiciones que posteriormente relativizarían este éxito inicial. Desarrollos ulteriores mostrarían que la reestructuración lejos estaba de poder considerarse como concluida y que nuevos procesos (muchos de ellos especialmente complejos y conflictivos) deberían ser afrontados en el futuro.

## Conclusiones

La evidencia presentada permitió mostrar que los resultados obtenidos en la reestructuración sólo pueden comprenderse adecuadamente a la luz del análisis de las estrategias implementadas por los actores y sus variaciones tácticas a lo largo del proceso de negociación. Esto es fundamental, en dos sentidos. Primero, porque pone en evidencia las potencialidades del esquema conceptual utilizado y del abordaje cualitativo para dar cuenta de una problemática compleja como la que aquí nos ocupa. Por un lado, el desarrollo de la investigación reveló la pertinencia conceptual de la consideración de las acciones de los actores al momento de analizar procesos de negociación; acciones que son orientadas por preferencias y son llevadas adelante por negociadores que poseen una racionalidad limitada. En este sentido, la mirada de la sociología económica redundó en aportes novedosos para el análisis de este tipo de interacciones estratégicas, al aplicarse sus supuestos al estudio de los procesos de reestructuración. Adicionalmente, se mostró la pertinencia metodológica del análisis cualitativo, pues permitió reconstruir de la dinámica de las tratativas en sus diferentes momentos, rescatar las orientaciones de los actores y aprehender la complejidad del proceso de negociación estratégica, lo cual se dificulta a partir de información estadística agregada. Segundo, y en estrecha relación con lo recién expresado, porque al derivar los resultados del proceso interactivo entre los negociadores, proceso que discurre en un determinado contexto –cambiante y dinámico-y que es influido a su vez por las acciones –nunca completamente predecibles- de terceros, se salvan algunas dificultades identificadas en investigaciones y abordajes previos. Creemos que los resultados deben analizarse a la luz de los comportamientos desplegados por los actores y orientados por objetivos, no al revés –es decir, derivar los segundos de los primeros-, ni omitiéndolos.

Algunos trabajos se concentran en juzgar los resultados sin más, en general criticándolos, por considerarlos limitados, contradictorios o insuficientes, sin analizar la complejidad de la negociación de la cual son necesariamente consecuencias. Estos derivan la pertinencia de los objetivos y estrategias del análisis de los resultados observados *ex post*, sin considerar a los actores situados en una coyuntura particular, debiendo tomar decisiones con información limitada, y sin saber la eficiencia de los cursos de acción ni poder anticipar sus ramificaciones. Otros plantean modelos o explicaciones esquemáticos que no siempre consideran la multiplicidad de aspectos

involucrados en las negociaciones ni sus relaciones en los diferentes estadios de la reestructuración. En ambos casos, se realizan análisis sin atender el proceso. En este punto, para ser consecuente con las premisas teóricas que orientan este estudio, se vuelve indispensable marcar las limitaciones de los análisis que no consideran la dimensión procesual de las negociaciones. Esto no quiere decir que no puedan realizarse observaciones sobre los resultados ni plantearse esquemas explicativos que estilicen los aspectos fundamentales y faciliten la interpretación, pero creemos que, si no se consideran las condiciones particulares que les dieron origen ni las decisiones concretas que los hicieron ser de una forma y no de otra, sólo se puede dar cuenta de una parte de la problemática.

Pasando a la consideración de los principales hallazgos de nuestra investigación, podemos nombrar, en primer lugar, la conexión entre las estrategias desplegadas y la dinámica adquirida por la negociación. La implementación de estrategias predominantemente distributivas por ambas partes, a la que se sumaban claras preferencias de política económica y estilos de negociación más próximos a la inflexibilidad, llevaron a una dinámica marcada y continuadamente conflictiva –con algunos momentos forzados de cooperación–, adquiriendo un nivel de confrontación poco habitual. Así, la negociación se caracterizó por un largo e intenso juego en etapas de presiones, regateos, sucesivas propuestas oficiales, rechazos y contrapropuestas de los acreedores, a través del cual las partes buscaban minimizar las pérdidas; juego acompañado por acciones orientadas a debilitar la posición del adversario y apuntalar la propia, a partir de la búsqueda de apoyos domésticos e internacionales y el aprovechamiento de los cambios en la coyuntura. Por un lado, el gobierno argentino (apoyado implícitamente por los Estados Unidos) buscó dividir a los acreedores y segmentar las negociaciones con diferentes tácticas para debilitar la capacidad de presión del conjunto de bonistas y de cada uno de los grupos, al tiempo que dilataba las tratativas y realizaba esfuerzos por neutralizar a los actores que apuntalaban a las organizaciones (especialmente al GCAB). Por el otro lado, los grupos de acreedores combinaron en diferente grado la negociación y la judicialización, sin dejar de realizar permanentemente pedidos de mejora de las sucesivas ofertas y reclamar a sus gobiernos. Sin embargo, no todas las agrupaciones tuvieron la misma influencia sobre las negociaciones. En general, las institucionales y de representación mediada tuvieron mayor capacidad que los minoristas. El GCAB y sus miembros contaban con el apoyo explícito del FMI y el G7, además de poseer mayores recursos (de diferente tipo) que le

permitían hacer escuchar sus pretensiones. Entre las locales, las AFJPs compartían intereses con el gobierno lo que ayudó a que logran un trato diferencial plasmado en el acuerdo pre-canje. La dispersión y falta relativa de recursos de los minoristas, a los que se sumó más tarde el cierre de la vía judicial, repercutieron negativamente sobre ellos. Los ahorristas argentinos, incapacitados de recurrir a terceras partes, se vieron más debilitados.

En segundo lugar, podemos hablar sobre la relación entre las estrategias de los actores y los resultados obtenidos, lo que nos obliga a ir más allá de las consideraciones habituales sobre niveles de quita, adhesión y duración, e introducir otros múltiples aspectos o dimensiones que presentarían desafíos para los posteriores gobiernos.

La dimensión económico-financiera, al tratarse de una negociación económica internacional, es central. En el canje observamos que las condiciones de repago finalmente establecidas supusieron un resultado desfavorable para los acreedores, lo que se explica por la estrategia marcadamente distributiva del gobierno. La oferta realizada, a pesar de sufrir modificaciones como consecuencia de las presiones de los comités que obligaron a realizar concesiones para destrabar las tratativas y lograr niveles aceptables de adhesión, significó para los titulares de bonos argentinos importantes pérdidas en comparación con las ganancias esperadas por sus acreencias originales y con otros casos contemporáneos. Las preferencias de la política económica, que se encontraban en el origen de la propuesta de canje, marcaron toda la actuación de los negociadores gubernamentales. La mejora de la propuesta se realizó dentro de los límites marcados por éstas, en tanto y en cuanto no comprometieran los fundamentos de la misma y los objetivos económicos prioritarios del gobierno. La quita sobre el stock de deuda, el alargamiento de plazos y la reducción de las tasas de interés permitieron así mejorar las cuentas fiscales. El descenso relativo de los intereses y servicios fue considerable, sobre todo en los primeros años del calendario de desembolsos, siendo compatibles con el objetivo planteado por la administración Kirchner de liberar recursos fiscales para estimular la demanda doméstica, crear las condiciones para el afianzamiento de la recuperación económica y la mejora de los indicadores sociales, y hacer así compatible el pago con el crecimiento interno. Crecimiento que, a su vez, servía como garantía de cumplimiento de las obligaciones en el futuro y aseguraba a los acreedores la participación en los beneficios derivados del mismo. El cupón del PBI fue el instrumento que condensó esta particular forma de abordar la problemática de la deuda en cesación de pagos –que buscaba compatibilizar la sustentabilidad con la

aceptabilidad-, muy diferente a los tradicionales programas de ajuste pedidos por los mercados financieros, preferidos por los acreedores e impulsados por las instituciones financieras internacionales. Por otro lado, esta novedosa política de gestión de la deuda pública sería el comienzo de una política de desendeudamiento (entendido como el cambio cualitativo en la estructura de la deuda, disminuyendo la importancia de la deuda en moneda extranjera y en manos de agentes privados) que se mantendría durante los gobiernos kirchneristas.

Sobre el nivel de adhesión, fue bastante menor al observado en las reestructuraciones de la oleada de fines de los '90 y principios de los 2000, aunque alcanzó un umbral que superó las expectativas de algunos actores y fue suficiente para declarar la salida del *default*. Esta baja adhesión se explica fundamentalmente por la dura oferta argentina, aunque también por las acciones de las organizaciones acreedores y los cambios en el contexto, lo que se hace patente si observamos los montos de deuda canjeados en los diferentes tramos de bonos: la alta adhesión en el nivel doméstico (donde las organizaciones eran confrontativas) en un contexto de cierre de la vía judicial, contrasta con lo observado con los eurobonos, entre los que encontramos el nivel de participación más bajo, lo que puede comprenderse como resultado de la estrategia de TFA, que buscaba hacer fracasar el canje como forma de forzar la presentación de una nueva propuesta. En este punto, se observa que la acción de los actores (incluidos los acreedores) no está orientada exclusivamente por incentivos financieros, sino también por posicionamientos estratégicos y consideraciones de tipo político.

Al analizar los resultados político-sistémicos, encontramos también particularidades en su relación con las estrategias de los actores. Primero, la formulación de una propuesta de reestructuración alejada de los parámetros habituales y sin la intervención del FMI fueron fundamentales para poder sostener la estrategia distributiva del gobierno en el tiempo. Segundo, las actuaciones limitadas de los dos actores que históricamente habían apuntalado los reclamos de los acreedores, el FMI y el gobierno de los Estados Unidos, repercutieron negativamente sobre la estrategia confrontativa de las agrupaciones, quitándole sustento y efectividad. La influencia de este (no) involucramiento - en el caso del FMI, por una decisión expresa del gobierno argentino en la última etapa de las negociaciones de suspender el acuerdo en un contexto de fuertes cuestionamientos al organismo; el de los Estados Unidos, por cuestiones geopolíticas y cambios en la política de manejo de crisis financieras-, se sumó a la debilitada posición negociadora de las organizaciones de acreedores. Esta debilidad

tenía fundamentos estructurales, ligados a la heterogeneidad de intereses y orientaciones existente un universo de inversores atomizado, pero se potenciaba en el marco de las negociaciones a través de dos movimientos. Por un lado, la imposibilidad de articular un frente acreedor unificado y con una estrategia coherente, lo que reproducía en el nivel de las organizaciones la heterogeneidad mencionada. Por otro, la intervención del gobierno argentino sobre su contraparte a partir de diversas tácticas de deslegitimación y de potenciación de la fragmentación. Estos desarrollos pusieron en evidencia la centralidad del apoyo de estos actores a la postura de los acreedores y disparó discusiones sobre la utilidad de la conformación de instancias de representación colectiva de los acreedores.

Finalmente, entendemos que los resultados contractual-legales, plasmados en las provisiones de los prospectos, muestran la importancia que adquirió lo legal dentro de la estrategia argentina, tanto por las limitaciones a las concesiones financieras impuestas por el modelo de sustentabilidad y los objetivos de política económica como por la creciente importancia de las demandas en tribunales extranjeros. La paulatina adición de mecanismos legales, cláusulas y disposiciones contractuales -algunas estándar y otras novedosas-, junto con la ley cerrojo como último movimiento, fueron formas de crear incentivos (negativos y positivos) para la adhesión entre los bonistas y de desincentivar la conducta *holdout*, dando garantías y reaseguros a los *holdins* de que la oferta era la definitiva y no se reabría ni mejoraría posteriormente; que el gobierno se comprometía a atender sus obligaciones y no estaba dispuesto a declarar un *default* en el futuro; y que los pagos estarían protegidos de eventuales embargos.

Para concluir, es necesario marcar que estos resultados lejos estuvieron de ser definitivos, pues el canje de 2005 no cerró la reestructuración argentina. Más bien, fue un punto en una sucesión de acontecimientos que continuarían en los años venideros. Además, estos resultados sentaron las bases y establecieron los parámetros que condicionarían todos los desarrollos posteriores, las diversas etapas y procesos que serían, en algunos casos, adversos y en otros, destacables y positivos.

El ejemplo más claro de estas dificultades lo encontramos en relación a los niveles de aceptación y en el frente legal, pues algunos de los elementos que resultaron favorables durante las negociaciones en 2005, con posterioridad se convirtieron en contraproducentes. En primer lugar, la relativamente baja adhesión inicial, aunque fue suficiente para salir del *default*, dejó una gran proporción de *holdouts* que posteriormente tendrían actuaciones muy diferentes. Si bien una parte, en 2010,

implementó una estrategia cooperativa que llevó a la reapertura del canje que aumentó el nivel de adhesión acumulada a poco más del 92% de la deuda elegible, la otra parte siguió litigando. Además de la demanda iniciada por TFA en el CIADI, los fondos buitres continuarían con sus juicios en los tribunales de Nueva York. En relación con esto, y en segundo lugar, el conjunto de disposiciones contractuales y legales que en un momento sirvieron como incentivo para los acreedores, posteriormente resultaron ser un arma de doble filo. La ley cerrojo sirvió de insumo central en la estrategia buitre que culminó con la polémica decisión de 2013 del juez Griesa de dictaminar que la Argentina se encontraba violando la cláusula *pari passu* y que, en tanto no pagara la totalidad de lo adeudado a los mismos, se vería impedida de atender cualquier otro pago destinado a los bonistas reestructurados. En ese contexto, la RUFO complicó el panorama, pues funcionó como un corset que impidió llegar a un acuerdo judicial en un momento en que Argentina buscaba regularizar la totalidad de sus relaciones financieras. Adicionalmente, una vez declarada la República en *default* selectivo en 2014 y en función de las cláusulas de aceleración y *cross default*, se sumó la posibilidad de que todas las obligaciones fueran declaradas inmediatamente atendibles, lo que generó un escenario de alta incertidumbre para todos los participantes del juego de la negociación. En relación a las derivas judiciales, podemos decir que se cumplió lo tempranamente anticipado por Gelpern (2005) quien sostuvo que la superposición de compromisos para mostrar que el gobierno no pagaría a *holdouts*, implicaron que éste se atara de manos y aumentara los márgenes de vulnerabilidad legal.

En otras dimensiones, como la relacionada con las derivas de la política económica de gestión de la deuda y la discusión político-sistémica, podemos hacer un balance final positivo. Creemos que tanto la política de desendeudamiento como la estrategia de negociación y reestructuración, permitieron reducir el peso de la deuda, ganar grados de libertad en relación a las condicionalidades impuestas por el sistema financiero y mostrar la existencia de caminos alternativos para el manejo de pasivos, surgidos desde los países deudores y orientados por preferencias de política económica bien marcadas, tendientes a impulsar el desarrollo doméstico. En esta misma línea se impulsaría posteriormente en la ONU, en ocasión de la disputa entre Argentina y los fondos buitre y en el seno del G77+China, un marco normativo internacional para las reestructuraciones de deuda soberana que buscaba proteger a los países en desarrollo de ataques judiciales de fondos especulativos y establecer parámetros para la negociación que fueran compatibles con condiciones de crecimiento económico y equidad social.

Sin embargo, un análisis más pormenorizado de estos aspectos y de las etapas posteriores de la reestructuración y sus particularidades excede los propósitos de esta tesis, pero deja abiertas líneas de investigación que podrán ser abordadas en mayor profundidad en el futuro.

## Bibliografía

Adamson, M. R. (2002). "The failure of the foreign bondholders protective council experiment, 1934–1940". *Business History Review*, vol. 76, no. 3, pp. 479-514.

Andritzky, J. (2006) *Sovereign Default Risk Devaluation: Implications of Debt Crises and Bond Restructurings*. New York, Springer.

Alfaro, L. (2015) "Evaluating the Impact of the Argentina Ruling". *Harvard Business Law Review*, vol. 5, pp. 47-71.

Allami, C. (2013) "El rol del estado en la distribución de los costos del colapso de la convertibilidad: la intervención en el mercado financiero durante la crisis de 2001/2002." *Realidad económica*. no. 276, pp. 113-152.

Altimir, O. y Devlin R. (comp) (1992) *Moratoria de la deuda en América Latina*. Buenos Aires, FCE.

Alvarez, A. y Adelardi A. L. (2015) "Estrategias judiciales predatorias en procesos de reestructuración de deuda soberana". *Documento de trabajo* no. 6. Buenos Aires, Secretaría de Política Económica y Planificación del Desarrollo, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Arceo, N. y Wainer, A. (2008a) *La posición de los distintos actores involucrados en el proceso de renegociación de la deuda externa*. Ponencia presentada en II Jornadas de Economía Política, UNGS, 10 y 11 de noviembre

Arceo, N. y Wainer, A. (2008b): "La crisis de la deuda y el *default*. Los distintos intereses en torno a la renegociación de la deuda pública". *Documento de Trabajo* no. 20, Buenos Aires: FLACSO.

Aronskind, R. (2007) *Riesgo País. La jerga financiera como mecanismo de poder*. Buenos Aires, Capital Intelectual.

Asonuma, T. y C. Trebesch (2015) "Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-Default". *CESifo Working Paper* no. 5605.

Aschentrupp Toledo, H. (1987) "El manejo de la crisis de endeudamiento externo de América Latina en la década de los ochenta". *Problemas del desarrollo*, vol 18, no. 70, pp.125-153.

Auray, R. (2013) "In bonds we trustee: a new contractual mechanism to improve sovereign bond restructurings". *Fordham Law Review*, vol. 82, no. 2, pp. 899-936.

Basualdo, E. (1999) *Acerca de la naturaleza de la deuda externa y la definición de una estrategia política*. Buenos Aires, Universidad de Quilmes/FLACSO/Página 12.

Basualdo, E. (2001): *Sistema político y modelo de acumulación en la Argentina. Notas sobre el transformismo argentino durante la valorización financiera (1976-2001)*. Buenos Aires, FLACSO/Universidad Nacional de Quilmes/IDEP.

Basualdo, E. (2010) *Estudios de historia económica argentina. Desde mediados del Siglo XX a la actualidad*. Buenos Aires, Siglo XXI Editores.

Basualdo, E. (coord.) (2015) *Ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales de la dictadura a los fondos buitres*. Buenos Aires, Editorial La Página.

- Basualdo, E. (ed.) (2017) *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires, Siglo XXI Editores.
- BCE (2012) “Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro”. *Boletín mensual del BCE*. Abril 2012. Francfort, BCE.
- Beckert, J. (2003) “Economic Sociology and Embeddedness: How Shall We Conceptualize Economic Action?”. *Journal of Economic Issues*, vol. 37, no. 3, pp. 769-787.
- Beckert J. y Streeck W. (2008) “Economic Sociology and Political Economy. A Programmatic Perspective”. *MPIfG Working Paper* no. 08/4. Köln, Max Planck Institute for the Study of Societies.
- Bembi, M. y Nemiña, P. (2007) *Neoliberalismo y desendeudamiento. La relación Argentina-FMI*. Buenos Aires, Capital Intelectual.
- Blackman, J. I. y Mukhi, R. (2010). The evolution of modern sovereign debt litigation: vultures, alter egos, and other legal fauna, en *Law & Contemporary Problems*, vol. 73, no. 4, pp. 47-61.
- Bohoslavsky, J.P. (2009) *Créditos abusivos. Sobreendeudamiento de Estados, empresas y consumidores*. Buenos Aires, Editorial Ábaco de Rodolfo de Palma.
- Bordón, M. (2017) “El Estado y el capital financiero en Argentina entre 2002 y 2012. La deuda pública” *Problemas del Desarrollo*, vol. 48 no. 190, pp. 83-108.
- Borensztein, E.; Levy Yeyati, E. y Panizza, U. (coord.) (2007) *Vivir con deuda. Cómo contener los riesgos del endeudamiento público*. Washington, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Borensztein, E., y Panizza, U. (2009). The costs of sovereign default. *IMF Staff Papers*, vol. 56 no. 4, pp.683-741.
- Brenta, N. (2013) *Historia de las relaciones entre Argentina y el FMI*. Buenos Aires, EUDEBA.
- Brower, C.N., Bistline Jr, F.W., & Loomis Jr, G.W. (1979) “The Foreign Sovereign Immunities Act of 1976 in Practice”. *The American Journal of International Law*, vol. 73, no. 2, pp. 200-214
- Bruno, E.A. (2004) *El default y la reestructuración de la deuda*. Buenos Aires, Nueva Mayoría.
- Buchheit, L.C., y Gulati, G. M. (2002) “Sovereign bonds and the collective will”. *Emory Law Journal*, vol. 51, no. 4, pp. 1317-1363.
- Buchheit, L. C. y Pam, J. S. (2004) “Pari Passu clause in sovereign debt instruments”. *Emory Law Journal*, vol. 53, Special edition, pp. 869-922
- Buchheit, L.C. y Daly, E.L. (2014) "Minimizing Holdout Creditors: Carrots." Lastra, R.M. y Buchheit, L.C. (ed.) *Sovereign Debt Management*. New York, Oxford University Press.
- Buckley, R. (1997) “The Transformative Potential of a Secondary Market: Emerging Markets Debt Trading from 1983 to 1989”. *Fordham International Law Journal*, vol. 21 no. 4, pp. 1152-1238.
- Burgueño, C. (2013). *Los buitres. Historia oculta de la mayor operación financiera contra la Argentina*. Buenos Aires, Edhasa.

Buzzan, Barry (1996) "The timeless wisdom of realism?". Smith, Steve; Booth, Ken y Zalewski, Marysia (ed.) *International Theory: Positivism and Beyond*. United Kingdom, Cambridge University Press

Cantamutto, F. J. (2014) "Algunos aspectos sobre la renegociación internacional de la deuda externa argentina". *Conferencia FLACSO-ISA*. Recuperado de <http://web.isanet.org/Web/Conferences/FLACSO-ISA%20BuenosAires%202014/Archive/a8796afb-4fb5-42ba-8a04-40503370799d.pdf> (último acceso 15/04/2016)

Cantamutto, F.J. (2016) "Política reciente de la deuda pública". Puyana Mutis, A y Constantino, A (coord) *La inserción de América Latina en la economía globalizada*. México DF. FLACSO México.

Caputo, N. (2012) *Recursos económicos y poder político: integración semi-periférica al sistema financiero mundial y su impacto en las relaciones de poder de la coalición político-social gobernante en Argentina de 1989 al 2001*. Tesis de doctorado en Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires y en Ciencias Políticas de la Universidad de Estrasburgo, mimeo.

Castiñeira, R. (2016) *Bono PBI: atrapado entre el nuevo y viejo INDEC*. Buenos Aires, Econométrica

Cibils, A. y Allami, C. (2010). "El sistema financiero argentino desde la reforma de 1977 hasta la actualidad: rupturas y continuidades". *Realidad económica* no. 249, pp. 107-133.

Choi, S.J.; Gulati, M. y Posner, E.A. (2012) "The Evolution of Contractual Terms in Sovereign Bonds" Choi, Stephen J., Mitu Gulati, and Eric A. Posner. "The evolution of contractual terms in sovereign bonds." *Journal of Legal Analysis* vol. 4 no.1, pp.131-179.

Chuan, P. y Sturzenegger, F. (2003) "Defaults in the 1990's: What have we learned?", *Centro de Investigación en Finanzas, Documento de Trabajo* no. 11/2003. Buenos Aires, UTDT.

Chapoy Bonifaz, D. B. (1973) *El régimen financiero del Estado en las constituciones latinoamericanas*. México D.F., UNAM.

Cline, W.R. (1995) *International debt reexamined*. Washington, Institute of International Economics.

Cooper, A. F., y Momani, B. (2005) "Negotiating out of Argentina's financial crisis: Segmenting the international creditors". *New Political Economy*, vol. 10, no. 3, pp. 305-320.

Cosentino, A.; Isasa, M.; Carreras Mayer, P.; De Achaval, F.; Coretti, M. y Dall'ò, F. (2017) *Crisis y reestructuración de deuda soberana. Una visión sistémica desde la perspectiva de los países emergentes*. Buenos Aires, Eudeba.

Cosio-Pascal, E. (2007) "Paris Club: intergovernmental relations in debt restructuring", *IPD Working Paper Series*

Crow, G. (1989) "The use of the concept of 'strategy' in recent sociological literature", *Sociology*, vol. 23, no. 1, pp. 1-24.

Cruces, J.J. (2016) *Una república sin buitres. Para bajar el costo de invertir en la Argentina productiva*. Buenos Aires, FCE.

- Cruces, J. J. y Samples T. R. (2016) "Settling Sovereign Debt's Trial of the Century." *Emory International Law Review* vol. 31, no. 1, pp 5-47.
- Cruces, J. J., & Trebesch, C. (2011) "Sovereign defaults: The price of haircuts". *CESifo Working Paper* no. 3604
- Damill, M. y Frenkel, R. (2013) *La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros*. CEDES, Buenos Aires, mimeo. Recuperado de [http://itf.org.ar/pdf/documentos/91\\_2013.pdf](http://itf.org.ar/pdf/documentos/91_2013.pdf) (ultimo acceso 18/05/2018)
- Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005) "La deuda argentina: historia, default y reestructuración", en *Desarrollo Económico*, vol. 45, no. 178, pp. 187-233.
- Das, U. S.; Papaioannou, M.G. y Trebesch, C. (2012) "Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts" *IFM Working Paper* no. 107. Washington, IMF.
- Datz, G. (2007) *What Life after Default? Sovereign Debt Restructuring and Credit Access in Argentina*. Tesis de doctorado en Filosofía. London, The London School of Economics and Political Science
- De Lucchi, J.M. (2014) "*Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012)*". Documento de Trabajo CEFIDAR no. 53.
- Delaume, G.R. (1979) "The State Immunity Act of the United Kingdom" *The American Journal of International Law*, vol. 73, no. 2, pp. 185-199.
- Delaume, G.R. (1994) "The foreign sovereign immunities act and public debt litigation: some fifteen years later". *The American Journal of International Law*, vol. 88, no. 2, pp. 257-279.
- Devlin, R. (1983) "Renegociación de la deuda latinoamericana: un análisis del poder monopólico de la banca". *Revista de la CEPAL*, no. 20, pp. 103-114.
- Devlin, R. (1984a) "La carga de la deuda y la crisis: ¿se deberá llegar a la solución unilateral?". *Revista de la CEPAL*, no. 22, pp 107-121.
- Devlin, R. (1984b) "Banca privada, deuda y capacidad negociadora de la periferia: teoría y práctica". *El Trimestre Económico*, vol. 51, no 203, pp. 559-589.
- Devlin, R. (1985) "Deuda externa y crisis: el ocaso de la gestión ortodoxa". *Revista de la CEPAL*, no. 27, pp. 35-53.
- Dhillon, A., García-Fronti, J., Ghosal, S., & Miller, M. H. (2006). "Bargaining and sustainability: the Argentine debt swap of 2005". *CSGR Working Paper*, no. 189/06.
- Dhillon, A., Garcia-Fronti, J., y Zhang, L. (2013). *Sovereign Debt Default: The Impact of Creditor Composition*. Recuperado de <https://warwick.ac.uk/fac/soc/economics/staff/academic/dhillon/april2013.pdf> (último acceso 13/03/2016)
- DiSieno, T.H. (2014) *Creditor Committees in Sovereign Debt Restructurings: Understanding the Benefits and Addressing Concerns* Recuperado de <http://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2014/12/9Dec14-BS-statement.pdf> (último acceso 30/01/2016)

- Dossi, M. (2010) *La construcción de la representación y de la acción corporativa empresarial en las asociaciones empresariales. Un estudio de la Unión Industrial Argentina a partir de la articulación de la dimensión organizacional, estructural y política en el período 1989-2003*. Tesis de doctorado en Ciencias Sociales, FLACSO Argentina, mimeo.
- Drage, J., & Hovaguimian, C. (2004) "Collective Action Clauses (CACs): an analysis of provisions included in recent sovereign bond issues". *Financial Stability Review*, vol. 17, no. 7, pp. 105-106.
- Eichengreen, B. (2003) "Restructuring sovereign debt" en *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 4, pp. 75-98.
- Eichengreen, B. y Portes, R. (1989) "Settling defaults in the era of bond finance". *The World Bank Economic Review*, vol. 3 nro. 2, pp. 211-239.
- Fisch, J. y Gentile, C.M. (2004) "Vultures or vanguards?: the role of litigation in sovereign debt restructuring". *Emory Law Journal*, vol. 53, pp. 1043-1113.
- Feldman, M. B. (1986) "The United States Foreign Sovereign Immunities Act of 1976 in Perspective: A Founder's View". *International and Comparative Law Quarterly*, vol. 35, no. 2, pp. 302-319.
- Fernández Alonso, J (2006) "La reinserción financiera como eje rector de la agenda externa argentina post-default". Bologna Bruno, A. *La política exterior argentina (2003-2005)* Rosario, UNR Editora.
- Flandreau, M. (2013) "Sovereign states, bondholders committees, and the London Stock Exchange in the nineteenth century (1827–68): new facts and old fictions". *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 29, no. 4, p. 668-696.
- Ffrench-Davis R. y Feinberg R.E. (1986) *Más allá de la crisis de la deuda. Bases para un nuevo enfoque*. Santiago, CIEPLAN.
- Ffrench- Davis, R. y Devlin R. (1993) "Diez años de la crisis de la deuda latinoamericana". *Comercio exterior*, vol. 43, no 1, pp. 4-20.
- Galasso, N. (2002). *De la banca Baring al FMI: historia de la deuda externa argentina*. Buenos Aires, Ediciones Colihue
- García, A. y Junco, S. (1987) "Historia de la renegociación de la deuda externa argentina". *Boletín Informativo Techint* N° 245. Buenos Aires.
- Gelpern, A. (2005) "After Argentina". [Rutgers School of Law-Newark Research Paper no. 011](#).
- Gelpern, A. (2016) Courts and Sovereigns in the Pari Passu Goldmines. *Capital Markets Law Journal*, vol. 11 no. 2, pp. 251-277.
- Gelpern, A., y Gulati, M. (2008) "Innovation after the revolution: foreign sovereign bond contracts since 2003". *Capital Markets Law Journal*, vol. 4, no.1, pp. 85-103.
- Gelpern, A y Setser B. (2004) "Domestic and external debt: the doomed quest for equal treatment" en *Georgetown Journal of International Law*, vol. 35, no. 4, pp. 795-814.
- Giuliano, H.L. (2006) *Problemática de la deuda pública argentina. Vol II. La deuda bajo la administración Kirchner*. Buenos Aires, Grupo Editor del Encuentro.

- Giuliano, H.L. (2013) “Deuda para todos: la deuda pública nacional”. *Revista Argentina Virtual y Actual*, no. 55. Recuperado de <http://www.ucaip.edu.ar/wp-content/uploads/2016/09/nro55-2013.pdf> (último acceso 15/05/2018)
- Grabel, Ilene (2012) “Crisis financiera global y la emergencia de nuevas arquitecturas financieras para el desarrollo”, *Ola Financiera*, no.13 y 14 (dos partes).
- Griffith Jones, S. (comp) (1984) *Finanzas internacional y latinoamericana, pasado y futuro*. Montevideo, Alide.
- Griffith-Jones, S. (comp.) (1988) *Deuda externa, renegociación y ajuste en América Latina*. México D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Griffith-Jones, S. y K. Sharma (2006) “GDP-indexed bonds: making it happen”. *UN/DESA Working Papers* no. 21.
- Guzmán, M. (2016) “An analysis of Argentina’s 2001 default resolution”. *CIGI Papers* n. 110. Ontario, Centre for International Governance Innovation.
- Guzmán, M. y Stiglitz, J. (2016) *A Soft Law Mechanism for Sovereign Debt Restructuring. FES New York-International Policy Analysis*. Recuperado de [http://www.fes-globalization.org/new\\_york/new-publication-a-soft-law-mechanism-for-sovereign-debt-restructuring/](http://www.fes-globalization.org/new_york/new-publication-a-soft-law-mechanism-for-sovereign-debt-restructuring/) (último acceso 20/02/2017)
- Hatchondo, J.C.; L. Martinez y H. Sapriza (2011) “Understanding Sovereign Default”. Kolb, R. (ed.) *Sovereign debt. From Safety to Default*. New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
- Hernández Viguera, J. (2015) *Los fondos buitres, capitalismo depredador*. Buenos Aires, Capital Intelectual.
- Heredia, M. y Gené, M. (2009) "Atributos y legitimidades del gabinete nacional: Sociohistoria de los ministerios de Economía e Interior en la prensa (1930-2009)." *Revista de Ciencia Política El Príncipe* vol. 2, no. 3, pp. 109-135.
- Hill, T.H. (1981) “A Policy Analysis of the American Law of Foreign State Immunity”. *Fordham Law Review*, vol. 50, no. 2, pp. 155-238.
- Helleiner, E. (2005) “The strange story of Bush and the Argentine debt crisis”. *Third World Quarterly*, vol. 26, no. 6, pp. 951-969.
- Kaletsky, A. (1987) “Los costos de la moratoria” en *Nuevo Proyecto, Revista de Política, Economía y Ciencias Sociales*, N° 3-4. Buenos Aires, CEPNA.
- Kamlani, D. (2008) *The four faces of power in sovereign debt restructuring: Explaining bargaining outcomes between debtor states and private creditors since 1870*. Tesis de doctorado en Filosofía. London, The London School of Economics and Political Science
- Kanenguiser, M. (2007) *El canje de la deuda argentina: una innovación en las reestructuraciones soberanas*. Tesis de Maestría en Relaciones Internacionales FLACSO Argentina, mimeo.
- Kanenguiser, M. (2014) *El default más tonto de la historia argentina: la crisis de la deuda que aún se puede evitar*. Buenos Aires, Planeta.

- Kulfas, M. (2016) *Los tres kirchnerismos. Una historia de la economía argentina, 2003-2015*. Buenos Aires, Siglo XXI Editores.
- Kulfas, M. (2005) *La Deuda Externa Argentina: Evolución y Perspectivas tras su Reestructuración*. Working Paper 3. Economics Working Group, The Argentina Observatory.
- Kulfas, M. y Schorr, M. (2003) *La deuda externa argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración*. Argentina, Fundación OSDE / CIEPP.
- Krueger, Anne (2002) *A new approach to sovereign debt restructuring*. Washington DC, IMF.
- Kupelian R. y Rivas M.S. (2014) “Fondos buitres. El juicio contra argentina y la dificultad que representa en la economía mundial”. *Documento de Trabajo CEFIDAR*, no. 49.
- Laudonia, M. (2013) *Los buitres de la deuda: el desendeudamiento de la Argentina contado a través de sus protagonistas*. Buenos Aires, Biblos.
- Levy Yeyati, E. y Valenzuela, D. (2013) *La resurrección: historia de la poscrisis argentina*. Buenos Aires, Sudamericana.
- Llenderozas, E. (2011) “La política exterior de los gobiernos kirchneristas”. Malamud, A. y M. De Luca (coord.) *La política en tiempos de los Kirchner*. Buenos Aires, Eudeba.
- Lindert, P.H. y Morton P.J. (1989) “How Sovereign Debt Has Worked”. Sachs J.D. (editor) *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 1: The International Financial System*. Chicago, University of Chicago Press.
- Lo Vuolo, R.M. (2005) *Canje de deuda y salida del default en Argentina. Los problemas de la estrategia financiera elegida*. Serie Análisis de Coyuntura N° 7. Buenos Aires, CIEPP.
- Lo Vuolo R.M. y Seppi, F. (2008) *La falacia del desendeudamiento del sector público en la Argentina. Evolución de la deuda post-default y sus impactos fiscales*. Serie Documentos de Trabajo, N° 10. CIEPP.
- Marichal, C. (1989) *A century of debt crises in Latin America: from independence to the Great Depression, 1820-1930*. Princeton, Princeton University Press.
- Marichal, C. (2010) *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1973-2008*. Buenos Aires, Debate.
- Martínez Turégano, D. y Santiso Guimaras, J. (2005) “El sector privado en la resolución de crisis de deuda soberana”. *Revista de Economía del ICE*, no. 827, pp. 95-107.
- Macías Vazquez, Alfredo (2008) “La reestructuración de la deuda soberana: multilateralismo, acción colectiva y canje” en *Problemas del desarrollo*, vol. 39, no. 155, pp. 53-76.
- Massad, C. (1983) “La deuda externa y los problemas financieros de América Latina”. *Revista de la CEPAL*, no. 20, pp. 17-35.
- Mauro P. y Y. Yafeh (2003) “The Corporation of Foreign Bondholders” *IFM Working Paper 107*. Washington, FMI
- Miller, M. (2002) “Sovereign debt restructuring: new articles, new contracts—or no change?” *International Economics Policy Briefs* no. PB02-3.

Miller, M y Thomas, D. (2007) “Sovereign Debt Restructuring: Judge Griesa, the vultures and creditor rights”. *Warwick University Economic Research Papers* no. 757.

Ministerio de Economía (s/f) *El sistema de crédito público en el marco del programa de reforma de la administración financiera gubernamental*. Recuperado de [http://capacitacion.mecon.gov.ar/manuales/Credito\\_Sistema\\_Credito\\_Publico.pdf](http://capacitacion.mecon.gov.ar/manuales/Credito_Sistema_Credito_Publico.pdf) (último acceso 03/02/2015)

Montero, A. S. (2012) “*¡Y al final un día volvimos!*” *Los usos de la memoria en el discurso kirchnerista (2003-2007)*, Buenos Aires, Prometeo.

Montero A.S. y Vincent, L. (2013) “Del ‘Peronismo impuro’ al ‘Kirchnerismo puro’: la construcción de una nueva identidad política durante la presidencia de Nestor Kirchner en Argentina (2003-2007)”. *PostData*, vol. 18, no. 1, pp. 123-157.

Müller, A. (2013) “Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?”. *Documento de Trabajo N°32*. Buenos Aires, CESPFA-FCE.

Muse-Fisher, J. (2014) “Starving the vultures: NML Capital v. Republic of Argentina and solutions to the problem of distressed-debt funds”. *California Law Review*, vol. 102, no. 6, pp. 1671-1725.

Navarrete J.E. (1985) “Política exterior y negociación financiera internacional: la deuda externa y el Consenso de Cartagena”. *Revista de la CEPAL*, no. 27, pp. 7-23.

Nemiña, P. (2009) “Aportes para un esquema de análisis del comportamiento del FMI en crisis financieras a partir de su actuación durante la crisis argentina (2001-2002)”, *Documentos de Investigación Social IDAES-UNSAM*, no. 8.

Nemiña, P. (2011a) *La relación entre el FMI y los Gobiernos tomadores de créditos. Los procesos de negociación con la Argentina durante el estallido y la salida de la crisis de la convertibilidad (1998-2006)*. Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires, mimeo.

Nemiña, Pablo (2011b) “Estrategias de negociación del FMI y la Argentina durante el período 2003- 2004”. *Temas y Debates*, no. 22, pp.87-113

Nemiña, P. (2012a) “Del blindaje a la intransigencia. Comportamiento del FMI durante la crisis económica argentina (2000-2001)”. *CICLOS en la historia, la economía y la sociedad*, no. 39.

Nemiña, P. (2012b) “Argentina: Camino del desendeudamiento (1991-2011)”. *Ola Financiera*, vol. 5, no. 12, pp. 70-88.

Nitsch, M. (1994) “Teoría económica y deuda externa latinoamericana”. *Cuadernos de Economía*, vol. 14, no 20, p. 9-39.

Odell, J. (2000) *Negotiation the world economy*. New York, Cornell University Press.

O’Donnell, G. (1985) “Deuda externa: ¿por qué nuestros gobiernos no hacen lo obvio?”. *Revista de la CEPAL* no. 27, pp- 17-33.

Olivares-Caminal, R. (2011) “The pari passu interpretation in the Elliott case: a brilliant strategy but an awful (mid-long term) outcome”. *Hofstra Law Review*, vol. 40, no. 1, pp. 39-63.

Olivares Caminal, R. (2013) “The pari passu clause in sovereign debt instruments: developments in recent litigation”. *BIS Papers* no. 72.

Olmos Gaona, A. (2005) *La deuda odiosa. El valor de una doctrina jurídica como instrumento de solución política*. Buenos Aires, Peña Lillo.

Olmos Gaona, A. (2013) “La Falacia del Desendeudamiento”. *Rebela, Revista Brasileira de Estudos Latino-Americanos*, vol. 2, no. 3, pp. 331-342.

Panizza, U. (2008) “Domestic and external public debt in developing countries”. *UNCTAD Discussion Papers* no. 188.

Panizza, U.; Sturzenegger, F. y Zettelmeyer, J. (2009) “The Economics and Law of Sovereign Debt and Default” *Journal of Economic Literature*, vol. 47, no. 3, pp. 651–698

Panizza, U.; Sturzenegger, F. y Zettelmeyer, J. (2010) “International government debt”. *UNCTAD Discussion Papers* no. 199.

Porzecanski, A. (2016) “The Origins of Argentina’s Litigation and Arbitration Saga, 2002-2016”. *Fordham International Law Journal*, vol. 40, no. 1, pp. 41-77.

Portes, R. (2004) “Resolution of Sovereign Debt Crises: The New Old Framework”. Bourguignon, F., Jacquet P. y Pleskovic B. (editores) *Economic Integration and Social Responsibility. Annual World Bank Conference on Development Economics-Europe*. Washington, The World Bank.

Power, P. J. (1996) “Sovereign Debt: The Rise of the Secondary Market and Its Implications for Future Restructurings”. *Fordham Law Review*, vol. 64, no. 6, pp. 2701-2772.

Putnam, R. (1996) “Diplomacia y política nacional: la lógica de los juegos de doble nivel”, *Zona Abierta*, N° 74, pp. 69-120.

Raffer, K. (2005) “Internationalizing US Municipal Insolvency: A Fair, Equitable, and Efficient Way to Overcome a Debt Overhang”. *Chicago Journal of International Law*, vol. 6, no. 1, pp. 361-379.

Rapoport, Mario. (2014). La deuda externa argentina y la soberanía jurídica: sus razones históricas. *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, vol. 22, no.43. Recuperado de [http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1851-37352014000100001&lng=es&tlng=es](http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1851-37352014000100001&lng=es&tlng=es) (ultimo acceso 05/05/2017)

Reihart C. N. y Rogoff, K. S. (2011) *Esta vez es distinto: ochos siglos de necesidad financiera*. México, Fondo de Cultura Económica.

Rogoff, K. S. y Zettelmeyer, J. (2002) "Bankruptcy procedures for Sovereigns: A history of ideas, 1976-2001". *IMF Working Papers*, no. 02/57.

Roubini, N. y Setser, B. (2004) “The reform of the sovereign debt restructuring process: problems, proposed solutions, and the Argentine episode”. *Journal of Restructuring Finance*, vol. 1, no. 1, pp. 173-184.

Rubini, H.J. (2012) “La Pesificación Asimétrica, Diez Años Después”. *Documento de investigación* no. 5. Buenos Aires, Instituto de Investigaciones económicas, Facultad de Ciencias Económicas, USAL:

- Sachs, J. (2002) "Resolving the Debt Crisis of Low Income Countries". *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1
- Samples, T. R. (2014) "Rogue trends in sovereign debt: Argentina, vulture funds, and pari passu under New York law". *Northwestern Journal of International Law & Business*, vol. 35, no. 1, pp. 49-86.
- Santiso, J. (2003). *The political economy of emerging markets: Actors, institutions and financial crises in Latin America*. New York, Palgrave MacMillan.
- Schilman, F.L. (2004) *Convivir con el capital financiero, corralito y movimiento de ahorristas (Argentina 2001-2004)* Tesis de doctorado. Universitat Rovira i Virgili. Departament de Gestió d'Empreses. Recuperado de <https://www.tesisenred.net/handle/10803/8806> (último acceso 18/05/2018)
- Schumacher, J., Trebesch, C., & Enderlein, H. (2014). Sovereign Defaults in Court: The Rise of Creditor Litigation 1976-2010. Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2189997](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997) (último acceso 20/02/2017)
- Schwarcz, S. L. (2000) "Sovereign debt restructuring: a bankruptcy reorganization approach". *Cornell Law Review*, vol. 85, no. 4, pp.101-185.
- Schwarcz, S. (2004) Idiot's Guide to Sovereign Debt Restructuring. *Emory Law Journal*, vol. 53, pp. 1189-1218.
- Schwarcz, S. L. (2012) "Sovereign debt restructuring options. An analytical comparison". *Harvard Business Law Review*, vol. 2, pp. 95-212.
- Schvarzer, J. (1983) *Argentina 1976-81: El endeudamiento externo como pivote de la especulación financiera*. Buenos Aires, CISEA.
- Schvarzer, J. (1984) *Negociación de la deuda externa, los actores, sus encuadres y perspectivas*. Documento de Trabajo CISEA no. 328.
- Schvarzer, J. (1998) *Implantación de un modelo económico. La experiencia argentina entre 1975 y el 2000*. Buenos Aires, AZ editora.
- Schvarzer, J. (2003) *Convertibilidad y deuda externa*. Colección Libros del Rojas, Serie Extramuros. Buenos Aires, Eudeba.
- Sevares, J. (2005). *Historia de la deuda: dos siglos de especulación*. Buenos Aires, Capital Intelectual.
- Simpson, L. (2006) "The role of the IMF in debt restructurings: lending into arrears, moral hazard and sustainability issues". *G-24 Discussion Papers* no. 24.
- Soedemberg, S. (2003) "The international dimension of the Argentine default: the case of the sovereign debt restructuring mechanism". *Canadian Journal of Latin American and Caribbean Studies* vol. 28 no. 55/56, pp. 97-125.
- Stalling, B. (2014) "La economía política de las negociaciones de la deuda: América Latina en la década de los ochenta" en Ocampo et al. (comps). *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. Santiago, Naciones Unidas

- Sturzenegger, F., y Zettelmeyer, J. (2005) "Haircuts: estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998-2005". *IMF Working Paper* no. 05/137.
- Suter, C. y Stamm, H. (1992) "Coping with global debt crises: debt settlements, 1820 to 1986". *Comparative Studies in Society and History*, vol. 34, no. 4, pp. 645-678.
- Stiglitz, J. y Guzmán M. (2016) *A Soft Law Mechanism for Sovereign Debt Restructuring. Based on the UN principles*. Recuperado de <http://library.fes.de/pdf-files/iez/12873.pdf> (último acceso 25/03/2017)
- Stulz, R. M. (2007) Hedge funds: Past, present, and future. *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 21 no. 2, pp.175-194.
- Tomz, M. y Wright, M. L. (2013). "Empirical research on sovereign debt and default". *Annual Review of Economics*, vol. 5 no. 1, pp. 247-272.
- Tussie, D. (1988) "La coordinación de los deudores latinoamericanos: ¿cuál es la lógica de su accionar?". *Desarrollo Económico*, vol. 28, no. 109, pp. 67-88.
- Tussie, D. (2013) *La crisis de deuda 30 años después: el fracaso de la coordinación de deudores. Documento de Trabajo- Área Relaciones Internacionales FLACSO* no. 69.
- Ugarteche, O. y Acosta, A. (2003) "A favor de un tribunal internacional de arbitraje de deuda soberana (TIADS)". *Documentos de Discusión Global, D3E*, no.1.
- Varesi, G. (2008) "La actualidad de la deuda argentina. Resolución del default, actores y políticas en el modelo postconvertibilidad, 2002-2007". *Periferias. Revista de Ciencias Sociales*, año 12, no. 6, pp. 111-134.
- Varesi, G. (2016) "Acumulación y hegemonía en Argentina durante el kirchnerismo." *Problemas del desarrollo* vol. 47, no. 187, pp. 63-87.
- Weidemaier, W.M.C. (2014) "Sovereign immunity and sovereign debt". *University of Illinois.Law Review*, vol 2014, pp. 67-114.
- Weidemaier, W.M.C., Scott, R., & Gulati, M. (2013) "Origin myths, contracts, and the hunt for pari passu". *Law & Social Inquiry*, vol. 38, no. 1, pp. 72-105.
- Weidemaier, W. M. y Gelpern, A. (2014) Injunctions in Sovereign Debt Litigation. *Yale Journal on Regulation*, vol. 31, pp. 189-218

## **Documentos**

ABC 2003 *Restructuring guidelines*

ADAPD 2004 *Coincidencias GCAB-ADAPD*

AGN (2006) *Estudio especial sobre administración de pasivos del Estado. Canje default 2005*

GCAB 2005 *Investor Roadshow Presentation*

Ministerio de Economía (2003a) *Discurso Lavagna en presentación de Dubai*

Ministerio de Economía (2003b) *Lineamientos de la Reestructuración de la Deuda Soberana*

Ministerio de Economía (2003c) *Discurso Nielsen en presentación de Dubai*

Ministerio de Economía (2003d) *Discurso Madcur (11 de diciembre)*

Ministerio de Economía (2003e) *Reunión de los grupos de trabajo consultivos*

Ministerio de Economía (2003f) *Comunicado de invitación a bancos organizadores*

Ministerio de Economía (2004a) *Once puntos básicos sobre la reducción de la deuda pública del país*

Ministerio de Economía (2004b) *Presentación de oferta global*

Ministerio de Economía (2005) *Oferta de Canje – Anuncio Final*

## **Medios periodísticos**

Clarín: 2003 a 2005, versión digital

La Nación: 2002 a 2005, versión digital

Página/12: 2002 a 2005, versión digital

Cronista Comercial: 2004 y 2005, versión digital

## **Fuentes estadísticas**

Boletín Fiscal (trimestres seleccionados)