

# UNIVERSIDAD NACIONAL DE SAN MARTÍN ESCUELA DE POLÍTICA Y GOBIERNO

## Licenciatura en Relaciones Internacionales

Proyecto de Trabajo Final  
Tesina de investigación

### **Argentina vs. *Holdouts*: un análisis sobre la flexibilización de sus estrategias de negociación**

Tesista: Miqueas Botello

Tutora: Luciana Gil

Fecha: 27/11/2023

#### **Resumen**

En diciembre de 2001, la grave crisis socioeconómica acumulada en Argentina obligó al país a declarar públicamente el mayor *default* soberano de su historia. Años más tarde, las presidencias de Néstor Kirchner y Cristina Fernández comenzaron un proceso de reestructuración de aquella cesación de pagos. Sin embargo, un limitado grupo de acreedores no aceptó negociar y demandaron al país en los principales tribunales del mundo para cobrar el 100% de la deuda.

Durante el litigio internacional no estaba solamente en juego una suma millonaria, sino también un duelo de estrategias. Argentina afrontó una batalla judicial sin precedentes en el ámbito financiero internacional, mientras que los bonistas se enfrentaron con un país que nunca había opuesto tanta resistencia. En este marco, ambas partes se vieron obligadas a flexibilizar su estrategia inicial durante las negociaciones. La presente tesina de investigación tiene como objetivo analizar cuáles fueron los factores externos e internos que redefinieron esas estrategias negociadoras en el juicio por la deuda en *default* del 2001, tomando como marco conceptual el modelo de los juegos de doble nivel de Robert Putnam.

**Palabras clave:** deuda externa, *default*, reestructuración, modelo doble nivel, estrategias de negociación, flexibilización.

## Agradecimientos

Quiero agradecer especialmente a mi tutora, la Dra. Luciana Gil, quien me aceptó desde el primer momento que le escribí cuando le pregunté si podía acompañarme en este proceso. Sin su ayuda, esta tesina nunca habría encontrado su lógica. No hay obsequio que pueda devolverle por su tiempo invertido en mí.

A la querida Universidad Nacional de San Martín, que me abrió las puertas con tan solo 17 años y me llenó de conocimientos. Gracias porque mis ideas fueron desafiadas y mi perspectiva ampliada.

A mis hermanos, quienes fueron mi incentivación diaria mientras escribía las páginas que vienen a continuación. Mi ancla cuando las dudas llegaban. Sin ellos, creo que todavía seguiría escribiendo.

A mis papás que, con disciplina y amor, me alentaron toda una vida para terminar una carrera universitaria. No hay nada que pueda reemplazar su confianza en mí. Este logro es nuestro.

A Emmanuel, mi mejor amigo que siempre estuvo a mi lado durante este largo proceso. Sus palabras y apoyo incondicional es una de las mejores cosas que puedo tener.

A los amigos que me llevó de la UNSAM y aquellos de la vida que me acompañaron y entendieron en cada cuatrimestre.

Simplemente, gracias.

## **Índice**

<a href="#"><u>Resumen</u></a>	0
<a href="#"><u>Agradecimientos</u></a>	1
<a href="#"><u>Índice</u></a>	2
<a href="#"><u>1. Introducción</u></a>	3
<a href="#"><u>2. Estado de la cuestión</u></a>	5
<a href="#"><u>2.1) Sobre la estrategia negociadora argentina</u></a>	7
<a href="#"><u>2.2) Sobre la estrategia negociadora <i>holdout</i></u></a>	8
<a href="#"><u>3. Marco conceptual</u></a>	10
<a href="#"><u>4. Metodología</u></a>	14
<a href="#"><u>5. Los mecanismos de la deuda externa y la llegada de los <i>Holdouts</i> a Argentina (2001)</u></a>	15
<a href="#"><u>5.1) Un obstáculo en las reestructuraciones de deuda: quienes son los <i>Holdouts</i></u></a>	17
<a href="#"><u>5.2) Algunos precedentes internacionales de la operatoria especulativa</u></a>	19
<a href="#"><u>5.2.1) El caso de <i>NML Capital</i> vs. República de Perú (1999)</u></a>	20
<a href="#"><u>6. Las estrategias negociadoras durante los procesos de reestructuración (2005-2010)</u></a>	22
<a href="#"><u>7. Factores externos e internos en la definición del juicio</u></a>	26
<a href="#"><u>7.1) Flexibilización <i>holdout</i>: del embargo al argumento legal</u></a>	26
<a href="#"><u>7.2) Flexibilización argentina: la injerencia judicial estadounidense, la presión <i>holdout</i> y los factores internos</u></a>	29
<a href="#"><u>8. Consideraciones finales</u></a>	36
<a href="#"><u>Referencias bibliográficas</u></a>	39

## **1. Introducción**

Durante los últimos 30 años, el endeudamiento externo atravesó a todos los gobiernos democráticos argentinos. Los escenarios de *default* se fueron repitiendo cíclicamente, convirtiéndose en una problemática intrínseca de la política y economía nacional argentina. Seguidamente del *default*, se inicia un complejo proceso de reestructuración para lograr reintegrarse al sistema financiero internacional. Este proceso es similar a una refinanciación, donde las condiciones de pago se modifican o la deuda se vende a otros acreedores para que la deuda se pague a largo plazo. Los Estados tienen interés en saldar sus deudas debido a que necesitan acceso a créditos de calidad para impulsar sus economías, y esto solo es posible si pueden regular sus obligaciones crediticias.

En el caso argentino, las negociaciones para superar la cesación de pagos que siguió al *default* del 2001 comenzaron durante el 2005 con el entonces presidente Néstor Kirchner. Posteriormente, un segundo período de reestructuración comenzó en 2010 con Cristina Fernández de Kirchner (CFK) para acordar con aquellos bonistas que no ingresaron en la primera oferta. Con todas las propuestas de canje, se logró reestructurar el 92,4% de la deuda en *default*. Sin embargo, el 7% restante de acreedores no aceptó ningún tipo de reestructuración y demandaron al país para cobrar su totalidad. Este tipo de inversionistas son identificados como *Holdouts*<sup>1</sup>. Son acreedores especializados en inversiones de alto riesgo de economías altamente endeudadas. Estos acreedores realizan una operación altamente especulativa que comienza con la compra de bonos soberanos a muy bajo precio, particularmente de países en desarrollo que están cercanos a la declaración de un *default*. Una vez que se confirma la cesación de pagos, los *Holdouts* hacen uso de todas las vías disponibles para obtener el pago total de la deuda. Incluso, a pesar de que el Estado deudor logre recuperar su estabilidad económica y busque liquidar su deuda mediante propuestas de reestructuración, los fondos se niegan a aceptar cualquier tipo de reducción de intereses y comienza su estrategia judicial en los principales tribunales del mundo donde fueron emitidos los títulos.

En el caso argentino, entre los principales fondos de cobertura que tenían los mayores reclamos del *default* declarado en el 2001, se destacan *NML Capital* y *EM Ltd*. Desde el 2005 comenzaron a demandar al país y fueron aumentando progresivamente su estrategia de negociación. Como punto cúlmine, en el 2012 obtuvieron un fallo favorable de la Corte del Segundo Distrito de Nueva York al mando del juez Thomas Poole Griesa. Durante todos esos

---

<sup>1</sup> También pueden ser identificados como *hedge funds* (o fondos de cobertura en su traducción al español).

años de litigio, el gobierno aplicó una estrategia confrontativa que deslegitimaba la conducta *holdout*. Se denunciaba su accionar especulativo; apelaba a todas las decisiones de los tribunales y apostaba en alargar todos los tiempos judiciales. Sin embargo, frente al fallo de Griesa y luego de agotar todas las instancias judiciales, el país debió flexibilizar su estrategia inicial para no caer en una deuda insostenible.

Ahora bien, no sólo el país se vio obligado a una flexibilización en su estrategia de negociación, sino que los *Holdouts* también tuvieron que reconsiderar su estrategia inicial para obtener un fallo favorable. Al igual que Argentina, los bonistas adoptaron una estrategia confrontativa desde el comienzo del litigio. Sin embargo, los efectos de sus primeras estrategias no estaban consiguiendo los resultados deseados de presión, lo que obligó a flexibilizar su estrategia por otra que redireccionara el foco del juicio. Teniendo en cuenta este contexto, este proyecto de investigación tiene como objetivo explorar los momentos y motivos que llevaron a la flexibilización de las estrategias de negociación de los actores en disputa. En este sentido, se propone como pregunta de investigación: ¿Por qué los actores en disputa flexibilizaron sus estrategias negociadoras durante el proceso judicial por la deuda externa en *default* del 2001?

Se consideró que la negociación se encontraba atravesada por relaciones de fuerza en dos niveles: el plano doméstico y el plano internacional. Es decir, durante el litigio, los actores tuvieron que responder a las exigencias tanto del plano doméstico como el externo. En este sentido, se hace uso del marco analítico de Robert Putnam (1988) basado en la negociación de doble nivel. En este enfoque, los actores deben satisfacer las demandas, preferencias e intereses de cada nivel. La compleja combinación entre estos dos niveles permite analizar el despliegue de estrategias negociadoras ya que los actores deben negociar en ambos planos y actuar conforme a las exigencias. Como resultado, se sostiene que, a partir de la puja en cada nivel, surgen factores internos y externos que son capaces de flexibilizar una estrategia negociadora. Además, considerando que los factores en cada nivel se van modificando con el tiempo, las estrategias de negociación también son readaptadas con la evolución del juicio. Por lo tanto, si bien la dinámica y los resultados del litigio están influidos por la estrategia utilizada (Val 2017), esa misma estrategia está delimitada y caracterizada tanto por los factores internos como los externos que emergen de cada nivel. Por este motivo, se argumenta que el conjunto de estos factores incidieron en el litigio, provocando un giro en la estrategia inicial trazada por ambos actores. Todos esos factores intervinieron en el juego de dos niveles propuesto por Putnam, donde se definió un conjunto ganador y cada actor efectuó la estrategia que le fue posible proponer.

## **2. Estado de la cuestión**

Los estudios sobre reestructuraciones de deuda externa y litigios financieros han sido profundamente discutidos en el campo del Análisis de Política Exterior (APE). En relación con el caso argentino abordado en esta tesina de investigación, Mario Damill, Roberto Frenkel y Martín Rapetti (2005) llevaron a cabo una investigación sobre las características de la reestructuración de la deuda externa que cayó en *default* en el 2001. Los autores observaron que los resultados de estas negociaciones tenían un impacto significativo en la economía del deudor. Una reestructuración exitosa se traducía en la sostenibilidad de la deuda y el acceso renovado al mercado de capitales, mientras que un fracaso en este proceso llevaba a perjuicios escalonados para la economía argentina.

Por su parte, Hornbeck (2013) se centró en los efectos negativos que perduran durante una reestructuración. Su principal hallazgo se basa en los contratiempos que plantea la presencia de los *Holdouts* en medio de un proceso de recuperación económica. La resistencia de este tipo de acreedores desencadena litigios prolongados, generando incertidumbre y minando la confianza de los inversores que sí aceptaron una reducción de intereses. También repercute en la desconfianza de los mercados financieros, afectando la calificación crediticia del país endeudado y aumentando los costos de endeudamiento. Además, los costos legales asociados con estas disputas agotan recursos valiosos que el deudor podría destinar a la recuperación económica.

Por otra parte, Pablo Nemiña y María Emilia Val (2018) analizaron las consecuencias del conflicto entre la Argentina y los *Holdouts* sobre el proceso de reestructuración. Allí profundizaron el impacto de la relación entre deudores y acreedores, y demostraron la habilidad de los *Holdouts* en la búsqueda de vacíos legales que habilitaron su actuar litigioso. Una de las estrategias clave utilizadas por los *Holdouts* es la búsqueda de vacíos legales o argumentos jurídicos que les permitan impugnar la validez de una reestructuración. Estos vacíos legales pueden estar relacionados con la interpretación de cláusulas específicas en los contratos de deuda, la ambigüedad en documentos legales o posibles deficiencias en la forma en que se llevó a cabo un proceso de reestructuración.

Por otro lado, al analizar los litigios por reestructuraciones de deudas soberanas, se deben examinar las estrategias de negociación por parte de acreedores y deudores. En este

sentido, María Emilia Val (2017) describió las estrategias utilizadas por los *Holdouts* y el gobierno de CFK durante las tratativas del juicio:

*(...) toda negociación es una secuencia dinámica y cambiante de acciones en la cual dos o más partes realizan demandas y propuestas con la finalidad de llegar a un acuerdo o resolver un conflicto. Tanto la dinámica como los resultados del proceso están influidos por la estrategia que despliegan los actores y la posición negociadora que detentan. La estrategia de negociación es el conjunto de comportamientos asociados con un plan para alcanzar algún objetivo. La misma puede ser integrativa/cooperativa o distributiva/confrontativa. La posición negociadora expresa el grado de fortaleza que se ostenta en la negociación, el cual puede dar lugar a una posición fuerte o débil (Val 2017, 170).*

Esta conceptualización es un elemento clave en esta tesina de investigación ya que se considera que, si bien la dinámica y los resultados del litigio están influidos por la estrategia y posición utilizada, esa misma estrategia y posición también se encuentra delimitada y caracterizada por los factores internos y externos que surgen de la interacción entre los asuntos nacionales e internacionales.



Fuente: elaboración propia en base a María Emilia Val (2017) | *El accionar de los fondos buitres: una caracterización a partir de la experiencia argentina reciente*

Teniendo en cuenta este marco analítico, Val (2017) observó que el gobierno implementó una estrategia mixta con los acreedores privados, mayormente confrontativa con algunos elementos cooperativos, desde una posición negociadora inicialmente débil pero que

se fortalecería con el tiempo a medida que la economía se recuperaba. No obstante, conforme avanzaba el juicio, se identificó un momento de quiebre hacia una posición débil cuando los *Holdouts* recibieron fallos favorables por parte del juez Griesa.

### **2.1) Sobre la estrategia negociadora argentina**

En relación con la posición estratégica de Argentina, resulta oportuna la investigación de Actis, Busso, Calderón y Zelicovich (2017) donde analizaron tanto la permisibilidad como la restricción que experimentó la Política Exterior Argentina (PEA) a causa de los condicionantes sistémicos que debió enfrentar la administración kirchnerista. Entre los principales condicionamientos, se distinguieron la *globalización financiera*, la *globalización comercial* y la *seguridad hemisférica* como condicionantes que fueron determinando una política exterior más restrictiva en contraposición de un perfil más permisivo. Esto quiere decir que en un principio, Argentina tenía mayor permisibilidad para desenvolverse en la arena internacional, pero con el tiempo ese margen se había ido reduciendo debido a los condicionantes internos y externos. En palabras de las autoras: “Argentina aceptó hacer aquello que había resistido en años anteriores y en pocos meses avanzó de manera consistente y decidida en la resolución de cuestiones pendientes del *default*” (Actis et al. 2017, 56). El aporte de este trabajo contribuye a comprender posteriormente la flexibilización de la posición argentina no solo por los elementos internos, sino también por la complejidad de los elementos externos.

De igual manera, es importante agregar en la revisión de la literatura los factores domésticos que se fueron presentando durante la gestión kirchnerista. En este sentido, María Matilde Ollier (2013) avanzó en el recorrido analítico sobre la década del kirchnerismo y las decisiones políticas del país. Ollier analizó la configuración del estilo político de CFK y adoptó los conceptos de Presidencialismo Fuerte (PF) y Presidencialismo Débil (PD) para explicar la capacidad de respuesta del Poder Ejecutivo a las problemáticas del país. El concepto de PF y PD es fundamental para un posterior análisis de las posiciones que mantuvo CFK en el litigio, considerando sus márgenes de maniobra en términos de dominación política.

Por otro lado, teniendo en cuenta el objetivo de esta tesina, también es necesario analizar las relaciones de los protagonistas del litigio con los actores internacionales que podían inclinar la balanza para un lado u otro. En este sentido, Busso (2014) observó las relaciones entre Argentina y Estados Unidos durante las gestiones de CFK y Barack Obama.



En su estudio, detalló que las relaciones bilaterales entre ambos países fueron caracterizadas por un patrón de diferentes intensidades a medida que la batalla judicial iba avanzando. La investigación destacó los esfuerzos que el gobierno realizó para reforzar el vínculo con Estados Unidos con el fin de obtener su apoyo en el conflicto con los *Holdouts*<sup>2</sup>. Entre ellos, se destaca el acuerdo de pago de octubre de 2013 con cinco empresas que habían recibido laudos favorables del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI): *Azurix*, *CMS Gas*, *Continental Casualty*, *Vivendi* y *National Grid*. En este sentido, se entiende que los márgenes de maniobra de Argentina durante el litigio también se encontraban estrechamente limitados con la política exterior adoptada por Estados Unidos.

Por último, Nicolás Creus y Esteban Actis (2015) explicaron que el resultado final obtenido por Argentina se debió a un “disciplinamiento” del sistema financiero a través del sistema judicial de Estados Unidos. El concepto de "disciplinamiento" implica que el sistema judicial estadounidense no solo tuvo un rol activo en la resolución del litigio, sino que ejerció influencia para moldear las decisiones y acciones de la estrategia argentina. Esto sugiere que la justicia estadounidense tuvo un impacto considerable en la resolución del conflicto, poniendo en relieve la interacción entre el poder judicial de un país extranjero y su capacidad para influir en las políticas económicas de otro Estado soberano.

## **2.2) Sobre la estrategia negociadora *holdout***

Considerando la influencia de los *Holdouts* como actores no estatales en el sistema internacional y su capacidad para redefinir agendas de política exterior, resulta necesario reflexionar sobre las estrategias que emplearon para llevar adelante su estrategia judicial contra la Argentina. Desde la contratación de firmas de relaciones públicas para promover una campaña mediática contra el país, hasta la presión directa sobre bancos y gobiernos extranjeros para que se alinearan con sus intereses, los *Holdouts* han desplegado una serie de tácticas para obtener beneficios económicos a expensas de Argentina. Estas estrategias han generado críticas y preocupaciones en cuanto al impacto en la soberanía y autonomía de los Estados.

Carlos Burgueño (2013) fue prominente al registrar en un libro periodístico cómo los *Holdouts* iniciaron sus operaciones en Argentina. De acuerdo con la evolución del litigio, Burgueño señaló los diversos métodos de presión directa que emplearon los inversionistas

---

<sup>2</sup> Aunque la autora aclaró que dichos esfuerzos no implicaron necesariamente en una política de alineamiento con la potencia hegemónica.

para llevar a cabo su estrategia judicial. Entre algunos elementos, los fondos especulativos efectuaron embargos preventivos de todos los activos posibles del Estado deudor en cualquier lugar del mundo. Para garantizar el cumplimiento de las sentencias judiciales, buscaron embargar bienes y activos argentinos en el extranjero, incluyendo embajadas y cuentas bancarias. El embargo más emblemático fue el del buque escuela *Fragata Libertad* en 2012 en un puerto de Ghana, que fue liberado después de más de dos meses de negociaciones. Estos embargos generaron una gran tensión entre los *Holdouts* y Argentina, y llevaron a discusiones sobre la legalidad y la moralidad de la estrategia.

Por otro lado, los *Holdouts* emplearon los medios de comunicación para exponer al gobierno e influir sobre la opinión pública nacional e internacional. Un ejemplo es el caso del fondo *NML Capital*, propiedad del multimillonario Paul Singer, que contrató a una firma de relaciones públicas para lanzar una campaña mediática contra Argentina, exponiendo al país como un mal deudor. Esta campaña mediática incluyó entrevistas en los principales medios de comunicación internacionales, artículos de opinión en periódicos de renombre y anuncios publicitarios en los aeropuertos y estaciones de tren. Incluso, los fondos también trataron de crear una imagen negativa del gobierno ante instituciones financieras y gobiernos extranjeros con el objetivo de obstaculizar las relaciones comerciales con el país.

Por último, han recurrido al *lobby* político como una herramienta de presión directa. El *lobby* político se refiere al conjunto de tácticas y estrategias con las cuales los representantes de los grupos de interés intentan influir o beneficiar a los grupos representados mediante la formación e implementación de políticas públicas (Mattina 2010, traducción propia). En este sentido, a través de reuniones con los representantes de los gobiernos, contratación de abogados y la generación de una red de contactos e influencias, los *Holdouts* buscaron persuadir a los funcionarios y legisladores encargados de tomar decisiones en el sistema judicial norteamericano. Romina Raimondi (2014) estudió las maniobras político-legales desplegadas por los fondos especulativos de inversión contra la Argentina en el periodo del 2003 al 2014. Raimondi detalló que los *Holdouts* se enfocaron en el financiamiento de figuras políticas de Estados Unidos. Esto fue un factor fundamental para persuadir a los actores predominantes del núcleo decisorio en la definición del juicio. Un ejemplo destacado ocurrió en el año 2014, cuando *NML Capital* llevó a cabo una intensa campaña en Washington D.C. para presionar al gobierno de Estados Unidos para que interviniera en el conflicto legal entre los *Holdouts* y Argentina. En esa ocasión, *NML Capital* y otros fondos de inversión contrataron a importantes firmas, entre ellas *Capitol Counsel* y

*McBee Strategic Consulting*, para que convenciera a los miembros del Congreso de los Estados Unidos y los apoyaran en la disputa legal.

### **3. Marco conceptual**

Desde diversas perspectivas, varios autores señalaron la importancia de comprender las conexiones entre los procesos externos e internos. Diversos especialistas han intentado ocuparse de estos procesos. James Rosenau (1973) fue uno de los primeros en señalar algunas líneas de investigación para detectar las correlaciones entre la esfera nacional e internacional. Asimismo, Wallerstein (1979) resaltaba que la evolución del capitalismo desde el siglo XV no podía ser comprendida únicamente en términos estrictamente nacionales, sino como el resultado de la interacción entre múltiples actores transnacionales. Por su parte, Marcel Merle (1991) también resaltó la falta de comunicación en la academia sobre los efectos de lo internacional sobre lo nacional y viceversa. Merle observó que los fenómenos nacionales e internacionales no pueden ser tratados de forma separada porque existía una interacción entre ellos. Daba cuenta de que el vínculo nacional-internacional nunca había sido objeto de una investigación sistemática, sostenida y comparada.

El siguiente trabajo presenta un marco teórico que se fundamenta en el modelo de doble nivel como herramienta analítica para el Análisis de Política Exterior (APE). Este modelo hace hincapié en la forma en que los factores internos y externos influyen en el proceso de toma de decisiones de política exterior, lo que permite un análisis más completo y profundo de las negociaciones internacionales. Uno de los avances de estos llamados para estudiar la interacción entre los asuntos nacionales e internacionales ha sido el de Robert Putnam (1988). Putnam propuso la metáfora de “los juegos de doble nivel” para analizar la interacción entre la política doméstica e internacional en la formulación de la política exterior. El autor observó que las negociaciones internacionales se podían percibir como un juego de doble nivel donde existe una interconexión entre los factores domésticos y externos. Tanto lo doméstico como lo externo interactúan simultáneamente entre sí, convirtiéndose en dos niveles de juego. Por un lado, en el nivel doméstico, los líderes políticos están sujetos a las presiones y demandas de las clases sociales, partidos políticos, grupos de presión (los de carácter económico y no los económicos), los legisladores y la opinión pública nacional (Putnam 1988). Cada grupo tiene preferencias e intereses particulares que presionan para adoptar políticas favorables a sus demandas. Por otro lado, en el nivel internacional, los líderes deben tener en cuenta las preocupaciones de otros Estados y actores internacionales,

buscando al mismo tiempo maximizar los beneficios propios y satisfacer las demandas internas. La interacción entre estos dos niveles de juego es compleja y conflictiva. Los líderes políticos pueden verse atrapados en un juego de suma cero donde cualquier acuerdo que hagan en el nivel internacional puede ser mal visto por los grupos de presión y la opinión pública en el nivel doméstico, y viceversa. Cada líder toma decisiones en favor de satisfacer las presiones internas y conseguir beneficios al menor costo posible. Putnam argumentó que los líderes políticos deben encontrar un equilibrio entre los dos niveles de juego, y que esto puede requerir la adopción de estrategias de negociación y compromisos para satisfacer las demandas de ambos niveles.

El modelo asume que los actores son racionales ya que sus acciones buscan maximizar los beneficios y minimizar los costos durante una negociación. Sin embargo, las medidas que son racionales para un nivel pueden no serlo para el otro. Esto implica que el líder político debe buscar un equilibrio entre las demandas y presiones, adoptando estrategias e incentivos de negociación para satisfacer ambos niveles de juego. En relación con esa confrontación de intereses, Putnam introduce el concepto de “conjunto ganador” para describir el conjunto de resultados que son aceptables tanto para los actores nacionales como los internacionales o externos involucrados en un proceso de negociación. El conjunto ganador representa aquellos futuros resultados que podrían satisfacer simultáneamente los intereses y preferencias de cada nivel. Esto significa que podría existir un acuerdo que sea aceptable para ambas partes. En este sentido, surge la importancia del tamaño de los conjuntos ganadores. Mientras más grande sea el conjunto ganador, más probabilidad habrá de lograr un acuerdo. En sentido contrario, cuantos más pequeños sean, mayor será el riesgo de que las negociaciones fracasen. Un acuerdo será ratificado siempre y cuando el conjunto ganador del nivel uno coincidan con las posturas del nivel dos, de tal manera que entre más amplio sea el conjunto ganador, mayor probabilidad de que las políticas coincidan y se ratifique un acuerdo.

Por otro lado, Putnam aclara que la ratificación de un acuerdo basado en el modelo de los juegos de doble nivel puede fracasar debido a la “defección voluntaria” y la “defección involuntaria”. En esta tesina de investigación se abordará la defección voluntaria que ocurre cuando un negociador actúa como un egoísta racional, retirándose de la negociación ante la falta de contratos que puedan vincular a las partes. Esto implica que, a pesar de la posibilidad de llegar a un acuerdo favorable, el líder negociador se deja guiar por su egoísmo racional y prioriza sus intereses, descuidando la búsqueda de un conjunto ganador más amplio. La ausencia de mecanismos de obligación o contratos efectivos permite que uno de los actores

en la negociación pueda renunciar a la negociación, desplegando una estrategia basada exclusivamente en sus intereses. Al no existir disposiciones de condicionalidad, tiene la facultad de no ratificar un acuerdo (Putnam 1988).

Ahora bien, reflexionando sobre la adopción del modelo de doble nivel en procesos de negociación, trabajos como *Double Edged Diplomacy* de Peter Evans (1993) analizaron la interacción de la política nacional e internacional en materias como el intercambio económico y los acuerdos de estabilización del Fondo Monetario Internacional (FMI). Evans llegó a la conclusión de que el éxito o fracaso de una negociación depende de las estructuras preexistentes de interés, tanto de los grupos domésticos como internacionales. Frieden y Martin (2002) llevaron a cabo un análisis similar, en el cual destacaron que los principales desafíos de la Economía Política Internacional (EPI) consistían en abordar problemáticas como las relaciones monetarias, los flujos comerciales y la inversión extranjera, las cuales reflejaban la interacción entre actores estatales y no estatales insertos en el ámbito doméstico e internacional.

Por otro lado, el trabajo de Nemiña y Zelicovich (2017) ofrece una reflexión metodológica en torno a la aplicación del modelo de juegos de doble nivel en dos estudios de casos enfocados en la Organización Mundial del Comercio (OMC) y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta investigación se aleja del modelo de negociación bilateral estatocentrista planteado por Putnam. Se introduce el concepto de actores no estatales como agentes del sistema internacional que poseen la capacidad de influir y presionar a los Estados, con el fin de influir en las políticas que mejor se ajusten a sus intereses. De hecho, los actores no estatales han logrado establecer esferas de influencia en las cuales ejercen un dominio significativo, en parte debido a la incapacidad de los Estados para adaptarse adecuadamente a la llegada de fenómenos globales como las finanzas (Muñoz 2014). En la presente investigación se ilustra un caso de este tipo, como los *Holdouts* quienes participan directamente en los procesos políticos y desplazan a las instituciones oficiales del país deudor para proteger sus inversiones.

Por último, en esta tesina de investigación se destaca el concepto de flexibilización. Al explorarlo, se revela su ambigüedad y la inclinación de diversas perspectivas teóricas, por lo tanto, es importante distinguir los aspectos que delimitan al concepto en esta investigación para luego abordar el comportamiento de los actores. En primer lugar, es relevante la definición de flexibilización de Harrigan (1985): “la flexibilidad estratégica no implica la ausencia de estrategia, sino la capacidad para modificar esa estrategia rápidamente si fuese

necesario. Consiste en cambiar los planes de juego” (Harrigan 1985, 23). Relacionándolo con esta tesina, se entiende que los actores pueden flexibilizar sus estrategias negociadoras, pero sin cambiar su perfil confrontativo o cooperativo. Se asume que una flexibilización de la estrategia negociadora se basa en el cómo los actores se proponen lograr su objetivo. En el mismo sentido, Dyer and Shafer (1999) definen que: “la flexibilización estratégica es la capacidad de ser infinitamente adaptable sin tener que cambiar” (Dyer y Shafer 1999, 148). Por lo tanto, esto significa que los actores son flexibles en cuanto a la vía y no en cuanto al contenido. Los actores pueden experimentar cambios tácticos y estratégicos en sus métodos sin comprometer su estrategia inicial, ya sea cooperativa o confrontativa.

Sin embargo, a fines de ampliar las posibilidades de interpretación desde la perspectiva del modelo teórico seleccionado, también se identifica que una flexibilización puede ocurrir cuando se incrementa el conjunto ganador planteado por Putnam (1988). Un conjunto ganador más grande requiere compromisos y concesiones por parte de los actores. Por lo tanto, la disposición a ceder en ciertos puntos de la negociación para agrandar el conjunto ganador, ya sea por la presión de factores domésticos o externos, demuestra cómo los actores pueden flexibilizar su estrategia negociadora. En este sentido, mientras mayor flexibilidad disponga cada actor, mayor será el tamaño del conjunto ganador, lo que implica una mayor disposición a considerar una variedad de acuerdos posibles (Putnam 1988). Es decir, cuando los actores muestran disposición para ampliar el conjunto ganador, están siendo más flexibles para llegar a un acuerdo. Incluso, si el conjunto ganador es pequeño inicialmente, debido a posiciones inflexibles, las presiones internas y externas pueden inducir una flexibilización. Cada modificación en la estrategia negociadora refleja la flexibilidad o inflexibilidad para adaptarse a las exigencias del adversario (Nemiña 2011). En definitiva, la capacidad de ajustar la estrategia confrontativa a una cooperativa contribuye a la ampliación del conjunto ganador. En el caso contrario, mientras más estricto se mantenga cada actor, es menos probable que se pueda coincidir ya que el conjunto ganador es limitado.

#### **4. Metodología**

En el marco de esta investigación, se ha optado por utilizar la metodología de rastreo de procesos (*process tracing*) como herramienta de análisis cualitativo. El *process tracing* es un método para arribar a inferencias causales sólidas y su técnica consiste en observaciones del proceso causal (Collier 2011). Es una valiosa herramienta analítica para entender qué mecanismos o factores se dieron para que se produzca un determinado resultado. A su vez,

esas inferencias causales pueden ser entendidas para dar cuenta de otras instancias de una misma clase de fenómenos.

Según sostiene Bril et al. (2017), todo análisis de *process tracing* se compone de elementos fundamentales como la entrada -el inicio del proceso de investigación- y los posteriores momentos -distintas etapas de su desarrollo-. Esos dos elementos pueden ser inductivos o deductivos. Así, luego de iteraciones entre momentos inductivos y deductivos, el proceso de investigación converge hacia la explicación del resultado de interés. Siguiendo este argumento, este proyecto de investigación emprende su análisis desde la misma lógica: vincular el inicio y el final de la secuencia. Por otro lado, transformar un proceso causal a un mecanismo causal implica traducirlo en etapas y especificar qué entidades sociales llevan adelante ciertas actividades. Por lo tanto, se buscará establecer cronologías explícitas de los eventos para que: 1) se pueda especificar la secuencia y 2) identificar referentes empíricos en cada etapa. Sin embargo, el rastreo de procesos implica la transformación de una narrativa histórica en una más abstracta y selectiva, es decir, una simplificación. Por lo tanto, se buscará lograr una simple secuencia descriptiva de eventos en lugar de una narrativa histórica detallada.

Teniendo en cuenta que el *process tracing* implica un conocimiento intensivo del caso, se llevó a cabo una recolección de datos de fuentes primarias como, por ejemplo, documentos y archivos oficiales, escritos de los protagonistas, biografías -principalmente extranjeras-, notas periodísticas, discursos y recopilación de entrevistas. Estas fuentes permitieron conocer el proceso causal que conecta las decisiones estratégicas de *Holdouts* y Argentina. El uso de estas fuentes se focalizó desde 2005 hasta 2012. El propósito de esta delimitación temporal fue establecer un marco para la investigación que incluya la primera reestructuración de deuda en 2005 y culmine en los fallos decisivos emitidos por el juez Griesa en 2012.

## **5. Los mecanismos de la deuda externa y la llegada de los *Holdouts* a Argentina (2001)**

Desde hace dos siglos, la economía argentina fue experimentando un fenómeno de acumulación de deuda externa. La solicitud de financiamiento internacional ha ido forjando una deuda compleja de saldar con el paso del tiempo. A lo largo de la historia, el endeudamiento externo se dio por “ciclos”, y al final de cada ciclo, el país se enfrentaba a una gran crisis financiera y su posterior recuperación (Rapoport 2014). A principios de los

noventa, Argentina había implementado el *Plan Brady* que funcionó como una estrategia norteamericana para reestructurar la deuda contraída por países en desarrollo que tenían deudas con bancos comerciales y antiguos créditos del tesoro estadounidense. Mediante esta propuesta, comenzaron a abrirse los mercados financieros y se desarrolló una nueva modalidad de endeudamiento público a través de la colocación de títulos en moneda extranjera. De esta manera, la década del 90 se caracterizó por una mayor participación de ahorristas, fondos de inversión y organismos internacionales en el financiamiento del sector público.

En el contexto de apertura comercial y financiera de la presidencia de Carlos Menem, Argentina se convirtió en un lugar de privilegio para el flujo de capitales financieros e inversiones. En este sentido, a finales del siglo XX, la deuda argentina representaba la cuarta parte de la deuda total de los países emergentes. Durante el periodo del menemismo, la deuda externa del país se incrementó en el doble de su porcentaje de cuando inició su gestión. Tal como se puede observar en el siguiente cuadro, en 1990 la deuda externa calculada en millones de dólares se perfilaba en los USD 62.200, mientras que a finales de la década el monto total ascendía a los USD 146.219.

Años	Presidente	Partido de Gobierno	Deuda Externa (en mill. de u\$s)	Variación Anual (en %)	Variación Período (en %)
1990	Menem	Justicialista	62.200	-4,70	123,90
1991			61.334	-1,40	
1992			62.586	2,00	
1993			72.209	15,40	
1994			85.656	18,60	
1995			98.547	15,00	
1996			109.756	11,40	
1997			124.832	13,70	
1998			140.884	12,90	
1999			146.219	3,80	
<b>1990/99</b>					

*Fuente:* Elio H. Carro (2006) | *Historia y evolución de la deuda externa argentina.*

De esta manera, el modelo económico del menemismo caracterizado por la apertura comercial se mantenía a través del endeudamiento externo. Al respecto resultan oportunas las palabras de Carro (2006): “tanto bajo la dictadura militar como en el menemismo, el endeudamiento público resultó funcional e indispensable a la puesta en práctica de un modelo económico de apertura en el marco de una sobrevaluación del peso provocado por la convertibilidad” (Carro 2006, 18). El *boom* argentino de las importaciones y la apertura internacional sólo podía ser financiado con fondos provenientes del endeudamiento externo y las privatizaciones.



Frente a este panorama, a fines del 2000, Argentina se veía imposibilitada de cumplir con sus compromisos de deuda externa. El presidente sucesor, Fernando De la Rúa se quedó rápidamente sin márgenes de acción tanto en sus políticas domésticas como externas. A esta altura, se recurrió a medidas que no solucionaban el problema de la deuda, pero al menos daban tiempo para tratar de buscar otras alternativas. Entre las estrategias planteadas se destacan los pedidos de nuevos créditos a organismos internacionales y el planteo de una “espera” a los acreedores, así como también la negociación de una quita de intereses de la deuda contraída. A partir de estas iniciativas, surgen conceptos históricos como “blindaje financiero”, el “megacanje” y el “canje con quita y espera” que se les transmitía a los tenedores de bonos residentes e inversores extranjeros.

Para el año 2001, las reservas internacionales del país habían caído por completo. La crisis de la deuda generó una falta de liquidez y una masiva fuga de capitales. A su vez, hubo un gran aumento en la desocupación y la pobreza. En este marco, la crisis del 2001 provocó una crisis social, financiera y política. Finalmente, después de una sucesión de varios presidentes, Rodríguez Saa -quien permaneció tan solo 6 días como presidente- anunció la declaración de la cesación de pagos. Esto quería decir que el Estado argentino dejaría de pagar la deuda externa, declarando públicamente el *default* más importante de la historia argentina. En el correr de esos días de diciembre de 2001, fue cuando aparecieron los fondos privados de inversión interesados en adquirir bonos soberanos argentinos de bajo valor, comúnmente conocidos como “bonos chatarra”. Los fondos preveían que Argentina entraría en *default* para llevar a cabo su negocio especulativo, por ende, compraron miles de bonos a un valor real obsoleto. En definitiva, lo que vendría después serían idas y vueltas entre reestructuraciones de deuda y largas batallas judiciales por los tribunales del mundo. Precisamente, comenzaba una negociación internacional que será analizada en base al modelo de los juegos de doble nivel.

### **5.1) Un obstáculo en las reestructuraciones de deuda: quienes son los *Holdouts***

Dentro de los diferentes escenarios que surgen durante una crisis de deuda externa, uno de los mayores retos para cualquier Estado radica en reestructurar su deuda en condiciones que le permitan lograr un crecimiento sostenido. No obstante, durante este proceso de crecimiento sostenido, surge la presencia de un actor del sistema financiero internacional, ampliamente reconocido por su extremo comportamiento especulativo: los *Holdouts* (Hornbeck 2013).

En términos técnicos, los *Holdouts* son entidades financieras que se dedican a la inversión de mercados de capitales abiertos, centrándose en operaciones de alto riesgo. Esto se trata de operaciones en países con profundas crisis económicas, en un estado cercano al *default*<sup>3</sup>. El hecho de que exista un interés de comprar deuda soberana cuando se aproxima un *default* se debe a que se consiguen títulos y/o bonos públicos con la menor cotización de mercado posible. Es decir, el precio de los bonos disminuye porque los tenedores de bonos tradicionales se quieren deshacer lo más pronto posible de cada acción, lo que aumenta la oferta y disminuye el valor real. En este sentido, surge la pregunta de cuál es la lógica detrás de la compra de dichos títulos, si luego el país emisor no podrá hacer frente a sus responsabilidades financieras. En este sentido, la respuesta es que los *Holdouts* conservan una estrategia subyacente: tienen la intención de esperar a que se declare el *default* para posteriormente reclamar en tribunales internacionales el pago total de la deuda, incluyendo sus intereses.

Una vez que los gobiernos declaran el *default*, los *Holdouts* comienzan a reclamar sumas millonarias mediante diversas estrategias. Entre estas estrategias sobresalen los embargos, el uso de la presión mediática con el fin de humillar al país endeudado, el ejercicio del *lobby* político y, como elemento esencial, la presentación de acciones judiciales (Kupelian y Rivas 2014). No obstante, la acción judicial no se realiza directamente en los sistemas judiciales de los países endeudados, sino que se efectúan en los tribunales internacionales de las principales potencias financieras<sup>4</sup>. Allí es donde esa deuda tiene una emisión de respaldo ya que los países en vías de desarrollo están obligados a aceptar la legislación de un tercer país para poder emitir deuda soberana y que ésta pueda cotizar en los mercados internacionales<sup>5</sup>. De esta forma, cuando los *Holdouts* no pueden conseguir un arreglo favorable por fuera de los mecanismos legales, aplican la ley de garantía bajo el amparo del derecho internacional. Es decir, los *Holdouts* llevan el conflicto al territorio donde tienen las condiciones necesarias para alcanzar su objetivo, aplicando las leyes de los mercados financieros internacionales. Esto significa que tienen un aparato político y judicial que pueden responder a su favor. De esta manera, los tribunales internacionales se constituyen

---

<sup>3</sup> Los *Holdouts* también tienen como otro objetivo a las empresas, tanto públicas como privadas que se encuentran al borde de la quiebra.

<sup>4</sup> Entre estos tribunales internacionales se encuentran los sistemas judiciales de Estados Unidos, Inglaterra, Suiza y Bélgica.

<sup>5</sup> En el caso de las compañías en proceso de quiebra, buscan tomar control de la empresa privada para luego vender sus activos por separado o bien reconvertirla y venderla a un mayor precio (Burgueño, 2013).

como uno de sus principales aliados ya que no les imponen límites y dan garantías de cobrar el total de su inversión.

Ciertamente, se identifica que los *Holdouts* son actores que operan en ambas mesas de negociación (interna y externa), cuyas estrategias van variando según la estrategia negociadora adoptada por los gobiernos. Su estilo de negocio ha sido ampliamente controversial, generando diferentes calificaciones. Por ejemplo, en el ámbito económico, los describen como operadores de los márgenes del capitalismo que buscan las rentas más elevadas posibles en mercados de alta peligrosidad financiera (Burgueño 2013). En el mejor de los casos, se los puede definir como los componentes esenciales de un sistema financiero, vinculándolos con los extremos especulativos de riesgo necesarios e inevitables en un sistema capitalista fundamentado en las leyes del mercado. Estos accionistas aportan “liquidez” al mercado secundario<sup>6</sup>, evitando que los precios se desplomen aún más. Otro argumento sobre su existencia es que sirven como canales de “disciplinamiento” a los “malos deudores”, haciendo alusión a aquellos gobiernos que pretenden obtener grandes quitas de intereses en las reestructuraciones (Actis y Creus 2015). Esto significa que, mediante la justicia de los tribunales internacionales, el sistema financiero disciplina a países que constantemente desafían ciertas normas y principios del mercado.

Por otro lado, es importante resaltar que existen dos tipos de *Holdouts* y que uno de ellos es comúnmente conocido como “fondos buitres”. Por un lado, existen los fondos de inversión que también se dedican a la compra de títulos de deuda con alto riesgo de *default*, pero no con el objeto de accionar legalmente sino más bien con la intención de negociar y obtener prontas ganancias en las reestructuraciones que los deudores llevan a cabo (Actis y Creus 2015). Por otro lado, existen los fondos de inversión que compran deuda con el único objetivo de litigar, sin importar la profundidad de la crisis del país. No existe en su estrategia la alternativa de negociar una quita de intereses. Por el contrario, su estrategia se basa en la mayor compra posible de títulos para que, luego con mucha paciencia en el transcurso de los años, puedan lograr el 100% de los intereses tras un litigio internacional. Es por este motivo que a este tipo de fondos de inversión se los ha llamado mediática y políticamente como “fondos buitres”. La denominación para este tipo de *Holdouts* se deriva de la analogía con las aves carroñeras que se alimentan de animales muertos. En el contexto financiero, son “fondos

---

<sup>6</sup> El mercado secundario es donde se negocian títulos financieros que ya han sido emitidos previamente en un mercado primario. Se intercambian activos financieros ya existentes entre inversores, sin la participación directa de la entidad emisora de esos títulos.

buitres” porque aprovechan situaciones de crisis financiera y luego esperan con paciencia que su víctima (países o empresas) vaya debilitándose para quedarse con su recompensa.

Por último, es importante recordar que en esta tesina de investigación se abordarán principalmente dos fondos de inversión que operaron como “fondos buitres” en el litigio contra Argentina. En primer lugar, el fondo de inversión “*NML Capital*” fundado y dirigido por Paul Singer desde 1977 bajo la firma de “*Elliot Management Corporation*”. Este fondo no solo demandó a la Argentina, sino también a Panamá, Ecuador, la República Democrática del Congo, Polonia y Costa Rica. Por otro lado, se abordará al fondo de inversión “*EM Ltd*” fundado por Kenneth Dart, otro actor confrontativo del litigio internacional<sup>8</sup>. En el mismo sentido, los dos fondos de inversión mantuvieron la misma operación especulativa: compraron “bonos chatarra”, se mantuvieron fuera del proceso de reestructuración post *default* y reclamaron el 100% de su valor nominal por la vía judicial.

## **5.2) Algunos precedentes internacionales de la operatoria especulativa**

Durante la mayor parte del siglo XIX y principios del siglo XX, la inmunidad soberana era absoluta y respetada por todos los tribunales del mundo. La inmunidad soberana estaba basada en el principio de que “todos los Estados son iguales bajo el derecho internacional y, por lo tanto, ningún Estado puede ejercer autoridad sobre otro” (Barr 2017, 17). Sin embargo, en el siglo XX, los roles de los Estados cambiaron cuando se involucraron cada vez más en los mercados comerciales. Su participación era similar a la de los particulares, lo que llevó a considerar una revisión de la teoría de la inmunidad absoluta. En 1952, el Departamento de Estado de los Estados Unidos cuestionó la inmunidad soberana, argumentando que esta debería aplicarse únicamente a los actos públicos de un Estado y no a sus actos privados. En aquel entonces, el Departamento de Estado desempeñaba un rol fundamental en la toma de decisiones sobre asuntos de inmunidad soberana. Determinaba si una acción específica gozaba de inmunidad o no. Sin embargo, esta práctica condujo a la creación de un estándar de inmunidad soberana impredecible, ya que se otorgaron excepciones a diferentes Estados de acuerdo con la afinidad diplomática.

A partir de 1976, todo esto cambió cuando el Congreso de Estados Unidos aprobó la Ley de Inmunidades Soberanas Extranjeras (FSIA, por sus siglas en inglés)<sup>9</sup>. La

---

<sup>7</sup> Paul Singer inició su carrera en el ámbito financiero al trabajar en la gestión de quiebras financieras. Singer también es conocido por haber sorteado la crisis financiera de 2008.

<sup>8</sup> Kenneth Dart es propietario de *Dart Management* que controla el fondo *EM Ltd*. Además, tiene empresas en la industria del café, que le generaron ganancias millonarias en los ‘90.

implementación de la ley implicaba considerar a los Estados como participantes en transacciones comerciales, haciéndolos responsables legalmente de sus operaciones. En el caso de que un Estado no cumpliera con sus obligaciones contractuales, este podría ser demandado ante tribunales extranjeros. De esta forma, se trasladó la autoridad de toma de decisiones a los tribunales de cada jurisdicción estadounidense.

Otros objetivos de la ley fueron atraer inversiones extranjeras a la Reserva Federal y bancos privados; dolarizar las reservas de moneda extranjera y proteger los intereses de los inversionistas. Sin embargo, la protección de la deuda soberana no era considerada una prioridad cuando se la propuso la FSIA. La prioridad era proporcionar un marco claro y uniforme para las demandas y disputas que implicaban a Estados extranjeros y sus activos. Anteriormente, el Departamento de Estado enfrentaba el desafío de establecer una distinción de las deudas exentas de embargo de un país, generando tensiones entre soberanos y no soberanos (Kupelian y Rivas 2014). Sin embargo, esta nueva ley abrió un abanico de posibilidades para que los acreedores privados comenzaran a demandar a los Estados deudores. Con el transcurrir de múltiples demandas, las estrategias de los litigantes se fueron perfeccionando hasta lograr su objetivo en cada juicio. De esta forma, emerge un duelo entre el Estado deudor, el acreedor privado y el Estado de sede. Cada uno de estos actores conserva intereses en dicho litigio, y esos intereses son contrapuestos, generando una tensión por mantener el liderazgo en las mesas de negociación.

### **5.2.1) El caso de *NML Capital vs. República de Perú (1999)***

Tras la implementación de la nueva ley de inmunidades, los acreedores descubrieron estrategias legales para asegurar el reembolso completo de sus inversiones. Un ejemplo destacado fue el litigio que involucró a *NML Capital* en una disputa legal con el Banco de la Nación de Perú, donde se aplicaron tácticas legales innovadoras para interpretar cláusulas contractuales y forzar al gobierno peruano a pagar la totalidad de la deuda y sus intereses.

En 1996, al igual que Argentina, Perú comenzó a reestructurar su deuda externa bajo el *Plan Brady*. En este proceso, Perú vendió USD 20 millones de dólares de su deuda a *NML Capital* por solo USD 11.4 millones en 1996. Esto significa que el fondo compró títulos de deuda externa por USD 11.4 millones, pero con un valor nominal de USD 20 millones. Más

---

<sup>9</sup> Es importante señalar que la inmunidad soberana no cambió solamente en Estados Unidos, sino que previamente también se cuestionó en Europa hasta 1972, año en que se declaró la “Convención Europea sobre la inmunidad de los Estados”. Posteriormente, en 1978, en el Reino Unido se aprobó la *State Immunity Act* que también delimitó los privilegios de la inmunidad.

adelante, algunos años después, Perú se vio obligado a reestructurar su deuda debido al riesgo de caer en *default*. Sin embargo, *NML Capital* no aceptó ninguna quita y demandó a Perú en la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York por el valor total de la deuda que había adquirido, incluso los intereses. El tribunal de distrito de la primera instancia desestimó el caso argumentando que la compra de deuda se hizo con la intención de demandar y violaba la ley estatal. En esta primera instancia, la estrategia *holdout* quedaba neutralizada por la interpretación de la doctrina *Champerty*. Esta doctrina era un principio legal del Poder Judicial del Estado de Nueva York que buscaba evitar la especulación o manipulación del sistema legal para obtener un interés financiero en el resultado de un caso. Su objetivo era evitar que grupos de presión o individuos con poder utilizaran litigios como un medio para obtener beneficios económicos a expensas de otros. En relación con el caso peruano, se entendía que el fondo había comprado deuda con la intención de demandar al país.

Años más tarde, el litigio contra Perú fue reconsiderado cuando la Corte de Apelaciones de Estados Unidos revocó la decisión argumentando que existía un error de interpretación legal por el tribunal de primera instancia. En esta revisión, la Corte determinaba que, a través de nuevos argumentos y evidencia, la intención de *NML Capital* en realidad fue aprovechar la oportunidad de comprar deuda externa a bajo precio para luego cobrar el interés compuesto de su inversión, y en el caso de no cobrar su totalidad, iniciaría acciones judiciales para alcanzar su objetivo inicial (Val 2017). En ese contexto, se comprobó un quiebre de la doctrina *Champerty*, dejando al descubierto la aplicación de la ley FSIA en los órganos legales de Estados Unidos.

Con la sentencia a su favor, *NML Capital* emprendió acciones para embargar activos peruanos identificados en Bélgica. Por lo tanto, apoyándose en la sentencia emitida por la Corte estadounidense, el fondo logró persuadir a un Tribunal de Apelaciones en Bruselas para bloquear pagos de la deuda reestructurada de Perú, imposibilitando al país sudamericano cumplir sus compromisos con los acreedores que previamente sí habían aceptado una reestructuración. El trasfondo de esta intervención fue que la justicia de Bélgica adoptó una novedosa interpretación judicial, argumentando que existía un trato desigual con los acreedores que habían aceptado la reestructuración ya que ellos sí estaban siendo recompensados. En cambio, aquellos que habían optado por demandar para cobrar el total de su inversión, estaban siendo marginados de los pendientes financieros de Perú. Ante la imposibilidad de realizar los desembolsos a los acreedores reestructurados por las medidas cautelares, y con el riesgo inminente de caer en *default*, Perú se vio obligado a llegar a un acuerdo con *NML Capital*. Dicho acuerdo implicó el pago del monto total de la deuda

original más los intereses acumulados, lo cual ascendió a USD 58 millones. En términos económicos, si analizamos los datos, *NML Capital* adquirió la deuda por tan solo USD 11.4 millones y obtuvo un beneficio extraordinario del 508%.

Comparado con otras deudas soberanas, la cantidad de USD 58 millones es relativamente pequeña. Sin embargo, este caso sentó un precedente y proporcionó una estrategia viable a los *Holdouts* a través de litigios en los Estados Unidos y otros tribunales del mundo. Los acreedores aprovecharon los sistemas legales para obligar a los Estados a pagar el valor total de su deuda en lugar de participar en renegociaciones. Es importante destacar que la ley de FSIA favoreció a los *Holdouts* sobre aquellos que cooperan en las reestructuraciones. Si todos los acreedores siguieran el comportamiento de *NML Capital*, ninguna deuda en *default* sería negociada y los países en desarrollo estarían permanentemente expuestos a situaciones de incumplimiento, descuidando las necesidades básicas de sus ciudadanos.

## **6. Las estrategias negociadoras durante los procesos de reestructuración (2005-2010)**

En mayo del 2003, Néstor Kirchner asumió la presidencia de Argentina en un contexto marcado por una grave crisis económica y social. Durante su gestión, se implementaron diversas medidas para intentar estabilizar la economía y mejorar la situación del país. Rápidamente, en septiembre de 2003 se presentó en Dubái una propuesta inicial de reestructuración que se convertiría en un hito histórico, dado que se trató del proceso de renegociación de pasivos públicos más prolongado registrado en el país y con la mayor reducción de intereses en la historia de reestructuraciones<sup>10</sup>. En principio, la propuesta consistía en ofrecer nuevos bonos con nuevas condiciones a los tenedores de bonos en *default*, que implicaba una quita en el valor nominal de la deuda y un ajuste en los plazos de pago. El objetivo era reducir la carga de la deuda y hacerla sostenible en el largo plazo, al tiempo que se buscaba obtener una reactivación de la economía con un alto nivel del crecimiento del producto bruto interno (PBI)<sup>11</sup>. En este sentido, el pago de la deuda no debía recurrir al ajuste fiscal que limite el bienestar de los argentinos. Se hacía especial énfasis en el criterio de sustentabilidad y autonomía como modelo a seguir para el desendeudamiento

---

<sup>10</sup> En este proceso, el entonces ministro de Economía era Roberto Lavagna, quien desempeñó un rol clave como el principal arquitecto de la reestructuración.

<sup>11</sup> Un ejemplo de esto fueron los bonos denominados “cupón PBI” que tenían una compensación adicional de acuerdo con el crecimiento del PBI. Los inversores recibirían pagos adicionales si el PBI del país superaba ciertos umbrales preestablecidos.

(Val 2020). En términos generales, el presidente Kirchner tenía el desafío de negociar un acuerdo que fuera razonable para los sectores que representaba en la mesa nacional y, al mismo tiempo, alcanzar un acuerdo que resultara atractivo para los bonistas que enfrentaba en la mesa internacional. Entre algunos sectores de la mesa nacional se destacan los grupos de presión -como la CTA, CGT unificada y el movimiento obrero- que se posicionaron en contra del pago de la deuda, cuyos principales argumentos estaban orientados a recuperar la soberanía política y económica, recrear un capitalismo genuino y pagar la deuda con crecimiento y desarrollo, en el marco de un proyecto productivo y no especulativo (Álvarez 2020). Por ejemplo, la CGT unificada insistía que el pago de esa deuda se trataba de una causa nacional y en una verdadera política de Estado detrás de la cual debe encolumnarse y embanderarse la sociedad (Valencia y Cantamutto 2013).

En la propuesta de Dubái, Argentina reconocía una deuda en *default* por un monto total de USD 94.302 millones de dólares, lo que la convertía en el proceso de reestructuración de deuda más significativo en la historia económica en todo el mundo. Se proponía una contundente quita del 75%, lo que implicaría una reducción total de aproximadamente USD 70.726 millones. Además, se solicitaba a los organismos financieros internacionales que aceptaran una postergación en los pagos netos que debía realizar el país durante un período de diez años. Y por último, no se incluía en esta propuesta la deuda emitida después del *default*, en particular los Bonos del Gobierno Nacional (Boden), que fueron entregados a los ahorristas argentinos afectados por el “corralito” (Burgueño 2013). En términos de estrategia, el gobierno adoptó un estilo confrontativo ya que lanzaba una propuesta con una quita de intereses agresiva. La propuesta buscaba penalizar a aquellos acreedores que habían realizado inversiones arriesgadas, a pesar de ser conscientes de la crisis que atravesaba el país y de las tasas de interés excepcionalmente altas que ofrecían los bonos en esos años. En términos financieros se sabe que, a mayor riesgo, mayores son las ganancias, pero también mayor el riesgo de pérdidas. En esta ocasión, el gobierno argentino entendía que los acreedores debían asumir las pérdidas, motivando así una reestructuración agresiva.

En respuesta a la oferta, los acreedores también adoptaron una estrategia confrontativa que se intensificó a lo largo del tiempo como se explorará en los siguientes capítulos. En el entorno financiero, la oferta se percibió como una broma inapropiada dada la reducción de intereses planteada, lo que llevó a la conclusión de que no había más opción que buscar una solución a través de acciones legales en los tribunales. Conforme a esto, diferentes fondos privados de inversión de todo el mundo se lanzaron a pedir turnos en los juzgados internacionales donde se emitieron los 152 títulos públicos soberanos en *default* para iniciar



sus estrategias legales, principalmente recurriendo a los embargos para presionar al deudor (Burgueño 2013).

Siguiendo la propuesta teórica de Putnam (1988), el gobierno argentino afrontaba la necesidad de equilibrar sus intereses nacionales y, al mismo tiempo, mediar con las expectativas internacionales. Es decir, alcanzar un equilibrio entre la mesa de negociación interna y la mesa internacional. Según Putnam, el Estado que se encuentra en una negociación tiene el reto de lograr que los intereses internos sean compatibles con las decisiones tomadas en las negociaciones internacionales. En este caso particular, el proceso de reestructuración de la deuda era un desafío que sometía al líder político a una doble presión. A nivel internacional, el desafío de saldar con los acreedores extranjeros para restaurar la confianza en la economía argentina. En el ámbito doméstico, el gobierno debía enfrentar las demandas y presiones de la sociedad, especialmente de los sectores más afectados por la violenta contracción de la actividad y el empleo durante la crisis económica<sup>12</sup>. Entre ellos se destacan los sindicatos como la CTA y CGT, los pequeños empresarios y comerciantes, los movimientos sociales y los organismos de derechos humanos (Damill et al. 2005). En general, los diversos sectores presionaban al gobierno durante las negociaciones por razones relacionadas a sus intereses y preocupaciones específicos como la prioridad de necesidades básicas, el rechazo a medidas de ajuste fiscal, la sostenibilidad de las pequeñas empresas y la protección de derechos laborales en torno al salario y el impacto negativo de la crisis económica. De cierta manera, la presión generada surgía a partir de que los limitados fondos del Estado no se destinan al pago de la deuda, sino a ocuparse de estos sectores afectados por la devaluación e hiperinflación de los años anteriores (Valencia y Cantamutto 2013). En este contexto, la capacidad del gobierno para comunicar de manera efectiva su estrategia y ganar el apoyo de la opinión pública se convertía en un factor clave para lograr avances significativos en las negociaciones.

Finalmente, en respuesta a esas demandas, se acordó en el 2005 una nueva propuesta desde Buenos Aires. No era la misma que se había ofrecido previamente en Dubái ya que se buscaba cambiar la percepción de los inversores para atraer su participación en el canje. Entre otras diferencias técnicas, la principal variación fue una menor reducción de intereses que pasaba del 75% al 63%. Esto representó un cambio significativo en la propuesta porque mostraba otros márgenes de ganancias para los acreedores. Además, como el gobierno tenía como objetivo lograr la mayor adhesión posible de acreedores en esta oferta, el Congreso de

---

<sup>12</sup> También tenía que responder a las demandas de los tenedores de bonos locales que esperaban recuperar parte de su inversión.

la Nación sancionó la ley 26.017 conocida como “Cerrojo” que establecía que aquellos acreedores que no aceptaran la propuesta inicial no podrían recibir condiciones de reestructuración más favorables en el futuro. Esto implicaba que, una vez que la ley entraba en vigor, el gobierno no podía ofrecer mejores condiciones de pago a quienes no ingresaran a ese canje. Siguiendo el modelo de negociación de doble nivel, Putnam ya anticipaba que “(...) un negociador debe convencer a su homólogo de que su conjunto ganador es inamovible. Esto significa que el acuerdo propuesto va a ser ratificado con seguridad y que no se aprobará un acuerdo que favorezca más a la otra parte” (Putnam 1988, 108). En este sentido, la ley Cerrojo funcionó como mecanismo de seguridad para los acreedores. Finalmente, una vez presentada formalmente la “propuesta de Buenos Aires”, la adhesión fue de un 76,15% del total de la deuda soberana caída en *default*. Este porcentaje superaba ampliamente los niveles históricos de adhesión a un canje de deuda en todo el mundo. Considerando esto, el volumen de deuda reestructurada constituyó un logro nacional y sentó las bases para un consenso en las mesas de negociación, consolidando una reestructuración que avanzaba exitosamente.

A pesar del significativo porcentaje de reestructuración del 2005, los acreedores "no adherentes" continuaron representando un desafío en los años posteriores para el gobierno, incluso cuando la cantidad de deuda pendiente era menos de una cuarta parte de la deuda original (Val 2017). En este marco, bajo el liderazgo de Cristina Fernández de Kirchner, se planificó la reapertura de un nuevo canje para mediados de septiembre de 2008. En ese momento, la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos afectaba a la mayoría de los acreedores a nivel mundial, creando un complejo contexto internacional. Sin embargo, en medio de esa coyuntura desafiante, el gobierno buscó sorprender al sistema financiero al anunciar una excelente noticia económica: la intención de devolver el restante de una deuda que estaba en *default*. Este anuncio captó la atención del escenario financiero internacional, ya que ofrecía una oportunidad rentable en un contexto de crisis.

A pesar de esta oportunidad, el gobierno tenía como obstáculo la ley Cerrojo mencionada anteriormente, que impedía la reapertura del canje de deuda. Por lo tanto, el Poder Ejecutivo envió al Congreso el 26 de octubre de 2009 el proyecto para la suspensión temporal de aquella ley sancionada en el 2005. Finalmente, el 18 de noviembre de 2009, el Senado aprobó la suspensión temporal (hasta el 31 de diciembre de 2010) de la ley Cerrojo, permitiendo al gobierno avanzar con su nueva propuesta de canje. En este sentido, el Gobierno quedó habilitado para reabrir el canje de deuda en *default* y conseguir nuevos

adherentes a una segunda reestructuración. El proyecto propuesto por el oficialismo obtuvo 45 votos a favor y 10 en contra. Es importante resaltar que, si bien el proyecto fue aprobado sin grandes dificultades, ya iría presentando antecedentes de la opinión política que cuestionaban al gobierno en cuestiones en torno a la deuda externa, anticipando lo que años más tarde se convertiría en una presión doméstica. Por ejemplo, el senador Juan Carlos Romero del justicialismo disidente (posteriormente afiliado a la coalición Cambiemos) expresaba que: “estaba mal llamada ley Cerrojo porque la volvemos a abrir, lo que queda probado es que fracasó. No se logró facilitar el acceso a los mercados financieros”<sup>13</sup>.

Finalmente, el proceso de reestructuración se realizó durante el periodo de abril-agosto de 2010. El monto total elegible para este canje era de USD 18.300 millones, y el porcentaje de adhesión alcanzó el 67% (rescatando un total de USD 12.261 millones). Sumando estos montos a los obtenidos en el canje de 2005, se pudo regularizar el 92,7% de la deuda externa en *default*. De esta forma, el gobierno demostraba el éxito y la profundización de una estrategia de desendeudamiento basada en la autonomía y sustentabilidad. Además, fortalecía su estrategia de confrontación frente a los *Holdouts* que seguían intentando embargar bienes del Estado y obtener un tratamiento privilegiado. Solamente quedaba un 7% de la deuda en *default*, sin embargo, ese porcentaje restante prefirió la vía judicial.

## **7. Factores externos e internos en la definición del juicio**

### **7.1) Flexibilización *holdout*: del embargo al argumento legal**

Desde la declaración del *default* en 2001, los *Holdouts* se mantuvieron persistentemente intentando embargar los activos del Estado argentino. Su principal estrategia para cobrar las sumas extraordinarias que exigen siempre ha sido la búsqueda de bienes para embargar (Vernengo 2014). Además del uso del *lobby* político en el Congreso de Estados Unidos y la humillación mediática como herramientas de presión, la principal intimidación de los *Holdouts* sobre el Estado argentino fue la persecución de sus activos, con el propósito de que esos bienes quedaran bajo custodia judicial hasta que se aceptara pagar la deuda pendiente, o hasta que un juez determinara que debían ser vendidos en remate para cubrir la deuda (Burgueño 2013). Sin embargo, otro de los objetivos de esta operación era humillar al país por la pérdida de un activo vistoso, logrando la atención mundial en la deuda pendiente -algo periodísticamente atractivo por su contenido informativo de índole

---

<sup>13</sup> “El Senado aprobó suspensión de ley Cerrojo”. La Capital. 18 de noviembre de 2019.  
<https://www.lacapitalmdp.com/noticias/El-Pais/2009/11/18/127027.htm>

internacional- y presionar al Poder Ejecutivo ante un serio problema político interno, ya que se trataba de dejar en manos extranjeras un objeto de valor nacional.

No obstante, en el caso de Argentina, este estilo de estrategia confrontativa no dio los resultados esperados (Actis et al. 2017)<sup>14</sup>. Un claro ejemplo de esto fueron los 28 bienes embargados desde el 2005 al 2012, como la casa de San Martín en Boulogne Sur Mer (Francia), el satélite Aquarius, las cuentas nacionales en Suiza y, como objeto de gran impacto, la Fragata Libertad retenida en Ghana<sup>15</sup>. Ninguno de estos intentos de embargos prosperó, evidenciando que la estrategia confrontativa de los *Holdouts* de embargar activos no resultó efectiva como en otras demandas judiciales, tal como sucedió con el caso peruano. En consecuencia, ante la falta de resultados concretos, en octubre de 2010, *NML Capital* tomó la decisión de modificar su estrategia judicial y reorientó el argumento de su demanda legal (Actis et al. 2017). Ante el fracaso en la mesa internacional, *NML Capital* decidió centrarse en una cláusula que se transformaría en una clave fundamental del caso judicial: la cláusula *pari passu*. Esta cláusula establecía que todos los acreedores debían ser tratados de manera igualitaria en términos de pagos y beneficios. Es decir, ninguna parte podía recibir un trato preferencial en comparación con otros acreedores, lo que significa que los acreedores son todos iguales y que la distribución de capital se debe realizar sin hacer preferencias entre ellos (Busso 2014). En lo que respecta a este litigio, se argumentaba que Argentina había violado sus obligaciones contractuales al discriminar a los *Holdouts* por pagar únicamente a los bonistas que sí habían aceptado la reestructuración de la deuda del 2005 y 2010. En consecuencia, el fondo buscaba obtener el mismo trato que los bonistas reestructurados, lo que significaba el pago por completo de los bonos en mora, junto con los intereses acumulados, elevando la deuda a cifras millonarias.

Al poner el foco en la *pari passu*, *NML Capital* marcó un punto de inflexión en el caso judicial por el *default* argentino. A partir de este momento, se identificó una notable flexibilización en la estrategia de negociación de uno de los actores en disputa. Es decir, los *Holdouts* abandonaron una estrategia dura basada en embargos por una más centrada en aspectos legales, alejándose de su lógica tradicional de retener todos los activos posibles para intentar generar una especie de humillación nacional e internacional, apoderándose de activos

---

<sup>14</sup> Aunque sí generaba un desgaste en la estrategia de confrontación del gobierno. Algo que será analizado posteriormente.

<sup>15</sup> El incidente por la Fragata Libertad generó una fuerte tensión diplomática entre Argentina y Ghana, ya que la detención del buque escuela fue considerada una violación a la inmunidad soberana del Estado argentino. El gobierno argumentó que tenía estatus diplomático y, por lo tanto, estaba exenta de ser objeto de embargo. Después de dos meses de detención y negociaciones diplomáticas, la Fragata Libertad finalmente fue liberada y pudo retornar al país.

de alto perfil y utilizando estos hechos como medida de presión para atraer la atención mundial sobre la deuda impaga. Bajo este contexto, es posible identificar factores internos y externos que impulsaron la reorientación de la estrategia negociadora. Por un lado, los *Holdouts* evaluaron los riesgos y costos asociados con los litigios por embargos, reconociendo que mantener esa estrategia sería insostenible y poco efectiva. La estrategia de reestructuración del gobierno argentino conseguía más adherentes y esto se traducía en menor cantidad de acreedores que presionaran en los tribunales para conseguir fallos favorables solamente a través de embargos. Además, la sólida postura de Argentina en no ceder ante los embargos marcó el juego en la mesa internacional, obligando a los *Holdouts* reorientar hacia una estrategia técnica, basándose en vacíos legales en temas sobre la deuda externa.

No obstante, es relevante señalar que la flexibilización estratégica de los *Holdouts* no agrandó el conjunto ganador planteado por Putnam (1988). Se produjo una flexibilización estratégica que no denota un perfil cooperativo, sino más bien la habilidad de ajustar rápidamente una estrategia ineficiente (Harrigan 1985). El cambio se basa en cómo se propusieron lograr su objetivo. Además, acompañado de lo anterior, se detecta lo que Putnam anticipó en el modelo de juegos como “defección voluntaria”. Vale la pena recordar que la defección voluntaria refiere que, a pesar de tener la posibilidad de llegar a un acuerdo favorable, los líderes de los fondos -como Singer- se encuentran motivados por su egoísmo racional. La ausencia de mecanismos de obligación o contratos efectivos les permite que puedan desplegar una estrategia basada solamente en su propio interés, como el de cobrar la totalidad de la deuda. Al no existir disposiciones de condicionalidad, tienen la capacidad de reorientar su estrategia hacia una que persiga exclusivamente sus objetivos, logrando que la atención de los tribunales sea mayor sobre una novedosa interpretación judicial -como la cláusula *pari passu*- en lugar de enfocarse en los buenos resultados de la reestructuración del gobierno. Sin lugar a duda, esto reduce el tamaño del conjunto ganador y limita las posibilidades de un acuerdo entre las partes.

## **7.2) Flexibilización argentina: la injerencia judicial estadounidense, la presión *holdout* y los factores internos**

La reorientación de la estrategia *Holdout* por la cláusula *pari passu* finalmente terminó prosperando en la Corte del Segundo Distrito de Nueva York a cargo del juez Griesa. Después de 7 años de litigio en ese tribunal, Griesa resolvió que Argentina efectivamente estaba violando la referida cláusula al no dar respuesta a los reclamos de la porción de

acreedores que no habían ingresado a ninguna de las dos propuestas de reestructuración (Actis y Creus 2015). En ese marco, el 23 de febrero de 2012, Griesa emitió una medida cautelar que establecía que Argentina debía ir pagándole el 100% adeudado a los demandantes cada vez que se realizara un pago a los bonistas que habían sido reestructurados<sup>16</sup>.

No obstante, el fallo surgió en un contexto desafiante. En los meses siguientes del 2012, Argentina debía hacer frente a un complicado cronograma de cancelaciones de deuda externa por más de USD 13 millones de dólares, en medio de una crisis económica doméstica y una recesión financiera internacional por las secuelas de la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos del 2008 (Actis et al. 2017). En este periodo, a partir del 10 de diciembre de 2011, había comenzado el segundo mandato de CFK y, a diferencia de los años anteriores, el gobierno enfrentaba una situación doméstica e internacional mucho más compleja que en los primeros años de la administración kirchnerista. Esto se debió en gran medida al hecho de que para el año 2012, Argentina se enfrentaba a un grave problema de restricción externa (mayor demanda que oferta de dólares) debido a un menor ingreso de divisas por el canal exportador y por los desequilibrios macroeconómicos (Actis et al. 2017). Por lo tanto, para los años siguientes existió la necesidad de resolver el frente externo y recuperar el acceso al mercado internacional de capitales a tasas razonables, llevando al gobierno a mantener una actitud más dialoguista y limitando la permisibilidad de su política exterior económica (Actis et al. 2017).

Dentro de ese contexto, surgieron otros factores a nivel doméstico que también deben ser considerados ya que incidieron en el proceso de negociación. Entre otros acontecimientos, cobra relevancia el enfrentamiento con las patronales agrícolas que se arrastraba desde el 2008. Este conflicto estuvo centrado por la implementación de una resolución gubernamental que aumentaba las retenciones (impuestos a las exportaciones) sobre los productos agrícolas en el marco del boom de los *commodities*. Los productores nacionales afectados por la puja distributiva desplegaron diversas formas de protesta, como bloqueos de rutas, manifestaciones masivas y un *lockout* (paro patronal) que afectó el abastecimiento de alimentos y otros productos en el país. Finalmente, el proyecto de ley 26.365, que establecía el nuevo esquema de retenciones móviles, fue rechazado en el Senado en una votación histórica que tuvo lugar el 17 de julio de 2008, donde el entonces vicepresidente de la

---

<sup>16</sup> Esto significaba que el país debía pagar cada vez que liquidaba pagos por vencimiento de la deuda que se emitió como parte de los canjes de 2005 y 2010.

Nación, Julio Cobos emitió un voto "no positivo" y, por ende, a la no aprobación de la nueva estructura de retenciones.

Este resultado tuvo dos impactos políticos considerables en la negociación con los *Holdouts* y marcó un hito en la relación entre el gobierno y el sector agropecuario. En primer lugar, en el marco de la restricción externa, el *lockout* patronal que se extendió por más de 100 días complicó al gobierno para la obtención de fondos por vía comercial, debilitando la credibilidad para hacer frente a las reestructuraciones previas (Álvarez 2020). En segundo lugar, la falta de aprobación de la ley obligó al gobierno a reconsiderar su enfoque y a retomar el diálogo con el sector agrícola, provocando consecuencias en la imagen del gobierno de CFK (Ollier 2013). El conflicto marcó una fractura interna en el seno del oficialismo al exponer las diferencias dentro del mismo partido. Esta disidencia erosionó la cohesión interna y resaltó la dificultad del gobierno para forjar consensos y asegurar el respaldo político necesario para afrontar el litigio internacional, debilitando así la autoridad presidencial y dando lugar a la percepción de un liderazgo cuestionado (Ollier 2013). La resolución del conflicto dejó una huella duradera en la relación entre el gobierno y el sector agrícola, ya que muchos en este sector identificaron un punto de inflexión para defender sus intereses y confrontar al gobierno, lo que tuvo implicaciones en la dinámica entre ambas partes en los años subsiguientes<sup>17</sup>. De este modo, el campo inició un intento de participación política a través de la elección de legisladores que pertenecían al sector productivo.

Sumado a lo anterior, se intensificó la presencia de posturas opositoras como los dirigentes políticos con proyección nacional como Mauricio Macri, que jugaron un rol determinante debido a su posicionamiento a favor de saldar la deuda con los *Holdouts* (Val 2018). La disputa con los *Holdouts* fue adquiriendo relevancia en la agenda pública, siendo un eje de estas figuras opositoras con proyección nacional. En consecuencia, debido al arrastre de estos conflictos, emerge la ausencia de un frente político interno unificado que consolide una estrategia política contra los *Holdouts*. La entonces oposición enfatizaba la necesidad de hacer a un lado la ideología y normalizar las relaciones con el mundo financiero (Treacy 2021). Además, el malestar entre ciertos sectores sociales hacia la presidenta producto de las denuncias de corrupción en su contra y las críticas hacia la política económica respaldada por los principales sectores empresariales, marcaron limitaciones del gobierno en el ámbito interno (Val 2018).

---

<sup>17</sup> Por ejemplo, el senador del PRO, Alfredo De Angeli expresaba que "(...) el gobierno le puso la pata encima al campo, que era el que podía generar los recursos para que esto se desarrollara y para pagar las deudas; para tener la soberanía. Pero la libertad económica se hace produciendo más, no poniéndole el pie encima a la producción" (Álvarez, 2020)

Por otro lado, es necesario resaltar brevemente otros dos factores externos que acentuaron las dificultades durante el juicio y fueron destinando el curso de este. En primer lugar, en contraste con los primeros años posteriores al *default*, emergió en octubre de 2006 la existencia de un frente interno consolidado, unificado, y combativo de *Holdouts* denominado “*American Task Force Argentina*” (ATFA). Previo a esta asociación, los *Holdouts* se encontraban fragmentados y carecían de una estrategia lineal para conseguir su objetivo. De tal manera, el gobierno encontraba una ventaja al mantenerlos fragmentados para evitar la formación de una representación única. Sin embargo, la situación se volvió más compleja cuando los *Holdouts* fortalecieron su estrategia en conjunto, incorporando tenedores minoristas con menor poder económico. *NML Capital* era el líder del ATFA y encabezó el juicio respaldándose con el argumento legal de *pari passu* (Álvarez 2020).

Otro indicador que profundizó las dificultades para el gobierno fue el alejamiento del respaldo inicial del Poder Ejecutivo de Estados Unidos mediante el uso de *amicus curiae*<sup>18</sup> durante el proceso judicial. En un principio, el 14 de mayo de 2012, Barack Obama presentó un *amicus curiae* respaldando a Argentina en un litigio desencadenado por el fondo de inversión de Singer que buscaba confiscar la totalidad de las reservas del Banco Central de Argentina en Nueva York. Detrás de este apoyo se encontraba el interés de Obama en proteger las reservas de los países que depositaban su dinero confiando en el sistema financiero norteamericano ya que corría el riesgo de que otros países lo abandonaran. Sin embargo, ese primer acompañamiento no se replicó cuando los fallos de Griesa se iban consolidando en la definición del litigio (Busso 2014). Entre otros argumentos, la falta de disposición de Obama se puede explicar a partir de dos elementos. En primer lugar, Busso (2014) detalló que el cambio de conducta desde Washington se puede explicar porque el gobierno tenía que enfrentar elecciones parlamentarias a mitad de mandato frente a republicanos que mantenían relaciones fluidas con *Holdouts*.

En segundo lugar, el 10 de febrero de 2011 se desató la tensión entre el gobierno argentino y estadounidense por la incautación de armas de un avión militar estadounidense (*C-17 Globemaster III*) que aterrizó en el aeropuerto internacional de Ezeiza. El gobierno argentino acusó a las fuerzas armadas de EEUU de intentar traficar armas y equipo de espionaje. Este episodio escaló en un conflicto diplomático entre ambos países y paralizó las relaciones entre Buenos Aires y Washington (Busso 2014). Cuando la Aduana incautó el

---

<sup>18</sup> Un *amicus curiae* es un documento presentado por terceras partes en el cual exponen su posición y aportan datos, conocimientos especializados, argumentos legales u opiniones que puedan ayudar al tribunal a tomar una decisión informada y equitativa.



cargamento, el Pentágono debió cerrar por dos horas todas sus comunicaciones a nivel mundial y modificar sus códigos de seguridad<sup>19</sup>. El Departamento de Estado instó a resolver el conflicto, y el propio Obama intervino al calificar el incidente diplomático como "serio", declarando que no había ninguna justificación para que el gobierno retuviera el armamento<sup>20</sup>. Luego de cuatro meses de la incautación, el gobierno devolvió el material incautado. Sin embargo, las relaciones quedaron paralizadas, dando lugar a una crisis bilateral que luego Argentina necesitaría recomponer (Busso 2014).

En definitiva, ya sea que exista o no respaldo diplomático, se observa cómo terceros actores internacionales, tal como el Poder Ejecutivo de EEUU, pudieron ejercer su influencia e interactuar durante el litigio, inclinando la mesa de negociación para un lado u otro. Si el respaldo de Obama se hubiese sostenido a lo largo del proceso judicial, habría generado una disminución significativa de dificultades para Argentina en tanto a los resultados de los fallos y sobre los trámites administrativos que implicaba cada instancia judicial (Busso 2014).

Siguiendo con la dinámica planteada por Putnam (1988), a lo largo del conflicto se identifican las tensiones del nivel interno afectan al externo y viceversa, logrando una influencia recíproca entre ambos niveles. Precisamente, a nivel doméstico, el gobierno enfrentaba una serie de desafíos que limitaban su margen de permisibilidad tal como la crisis macroeconómica, el conflicto con las patronales agrícolas, la falta de un frente interno unificado contra los *Holdouts* y la emergencia de figuras opositoras. Estas tensiones internas evidenciaban que el gobierno carecía de un respaldo completo en la estrategia confrontativa que mantuvo inicialmente contra los acreedores. En consecuencia, los conflictos domésticos no solo debilitaban la posición negociadora del gobierno a nivel nacional, sino que también repercutían en su capacidad para negociar a nivel internacional.

Por otro lado, a nivel internacional, las decisiones judiciales y la consolidación de los *Holdouts* en un grupo unificado iban demostrando cómo las dinámicas externas influían en la política y economía doméstica. Además, la intervención de actores internacionales, como el presidente de Estados Unidos, añadía otra capa de complejidad al modelo de doble nivel, demostrando cómo las potencias extranjeras podían influir en el curso del litigio y, por ende, en la política interna argentina. El respaldo inicial de Estados Unidos a través del *amicus*

---

<sup>19</sup> "El día que Héctor Timerman generó un conflicto diplomático con Estados Unidos al incautar material militar". Infobae. 09 de enero de 2018. <https://www.infobae.com/politica/2018/01/09/el-dia-que-hector-timerman-genero-un-conflicto-diplomatico-al-incautar-material-militar-de-estados-unidos/>

<sup>20</sup> "Avión requisado: luego de negarse durante 4 meses, el Gobierno le devolvió la carga a EE.UU". Clarín. 13 de junio de 2011. [https://www.clarin.com/politica/Avion-requisado-Gobierno-devolvio-EEUU\\_0\\_SyoDSG-avQe.html](https://www.clarin.com/politica/Avion-requisado-Gobierno-devolvio-EEUU_0_SyoDSG-avQe.html)

*curiae* garantizaba un alivio para Argentina, pero la evolución de este apoyo confirmó que las alianzas internacionales pueden ser volátiles y estar sujetas a intereses versátiles. De igual manera, se debe pensar en la injerencia del sistema judicial norteamericano como otro actor determinante, donde las decisiones del juez Griesa influían directamente sobre la estrategia que podía aplicar el gobierno.

Posteriormente, una vez conocida la sentencia del juez Griesa que ordenaba el pago total a los *Holdouts*, el gobierno apeló el fallo en la Cámara de Apelaciones del Segundo Distrito de Nueva York. Sin embargo, el 26 de octubre de 2012, la Cámara ratificó la decisión de primera instancia en contra de Argentina por la supuesta violación de la cláusula *pari passu*. De esta forma, el concepto jurídico *pari passu* que nunca había sido tratado en ningún caso dentro del juzgado de Griesa quedó firme (Burgueño 2013). Este hecho confirmaba cómo los *Holdouts* utilizaron los vacíos jurídicos, convirtiéndose en un elemento esencial para las condiciones de posibilidad de su estrategia (Val 2017). Bajo estas circunstancias, las grietas legales en litigios por deuda soberana acabaron transformándose en un factor externo, lo que a su vez permitió categorizar al sistema judicial norteamericano como un actor influyente en los asuntos políticos de Argentina.

A pesar de que la Cámara de Apelaciones respaldó la teoría *pari passu*, le ordenó a Griesa negociar otra forma de pago que no sea la primera propuesta presentada que, como se mencionó anteriormente, implicaba la liquidación de pagos por los vencimientos de deuda del 2005 y 2010. Finalmente, el 21 de noviembre de 2012, Griesa declaró el fallo más hostil y determinante para el destino del juicio (Actis y Creus 2015). En dicho fallo, se exigía que Argentina cancelara la totalidad de su deuda con los *Holdouts*, obligando a pagar de contado y en una sola cuota el 100% de la deuda más los intereses. Sumado a eso, este desembolso debía llevarse a cabo antes del 15 de diciembre de ese mismo año, es decir, en un plazo de menos de un mes a partir de la emisión de la sentencia. Asimismo, con el fin de asegurar el cumplimiento de la sentencia, el juez impidió que cualquier entidad intermediaria, como el *Bank of New York* (BONY), pudiera realizar los pagos a los tenedores de bonos reestructurados hasta que el país también le pagara a los *Holdouts*. Esta medida bloqueó al gobierno para cumplir con sus obligaciones previamente acordadas con los tenedores de bonos reestructurados y ponía en riesgo todo el proceso de reestructuración construido anteriormente (Nemiña y Val 2018). Incluso, Griesa también limitó a aquellos intermediarios que excedían su jurisdicción; obstaculizó la realización de nuevas emisiones de bonos y

declaró al país en desacato y en *default* selectivo para que no recibiera crédito externo (Val 2017).

Como último punto determinante de este caso, el cumplimiento inmediato del fallo de Griesa planteaba una grave amenaza para el acuerdo previo con los bonistas reestructurados del 2005 y 2010. Esto se debía a que los bonos canjeados contenían una cláusula vital denominada “*Rights Upon Future Offers*” (RUFO), la cual establecía que cualquier mejora que Argentina otorgara de manera voluntaria a los acreedores que no participaron en los canjes de 2005 y 2010 debía extenderse a todos los demás. Por lo tanto, los bonistas reestructurados -conocidos como *holdings*- tenían el derecho de exigir un trato igualitario, lo que podría convertir la deuda en cifras sumamente millonarias. Barrera y Bona (2017) detallaron que la deuda podría haber ascendido hasta los USD 120 mil millones de dólares, lo cual representaba el triple de las reservas que Argentina poseía en ese momento. La fecha de expiración de la cláusula RUFO era el 31 de diciembre de 2014, impidiendo por tanto la posibilidad de dar una solución hasta pasada esa fecha a los fines de no alterar las condiciones de la deuda reestructurada y seguir manteniendo el acuerdo alcanzado (Actis y Creus 2015).

Pese a que Argentina apeló nuevamente el 26 de noviembre de 2012 el último fallo de Griesa ante la Cámara de Apelaciones de Nueva York, esta fue confirmada en agosto de 2013. Al gobierno solo le quedaba una última instancia judicial que sería recurrir a la Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos. Ante este escenario repleto de adversidades, por primera vez a lo largo de todo el juicio, Argentina buscó mostrar flexibilidad y mejor predisposición hacia los *Holdouts*, para lo cual habilitó una tercera ronda de canje (Val 2018). El gobierno envió en septiembre del 2013 el proyecto al Congreso para habilitar la tercera reapertura del canje de deuda. Esta medida era un mensaje a la Corte Suprema estadounidense para demostrar flexibilidad jurídica ante el agotamiento de instancias judiciales<sup>21</sup>. La situación era muy difícil de revertir en alguna instancia superior, por lo tanto, la estrategia argentina desde entonces sería la de ganar tiempo y estirar los plazos de definición (Actis y Creus 2015). El resultado perjudicial para la Argentina en dos instancias judiciales debilitó la estrategia confrontativa del gobierno, llevando a modificar levemente su estrategia inicial de no negociar ni pagar con los *Holdouts*. Tal como menciona Val (2017), “las demandas en torno a la demanda *pari passu* obligaron a flexibilizar la dura estrategia de CFK, incorporando algunos elementos cooperativos” (Val 2017, 178). En palabras de

---

<sup>21</sup> Sectores de la oposición exigían el pago inmediato argumentando que Argentina no debía poner en tela de juicio sus compromisos internacionales (Valencia y Cantamutto, 2013).

Burgueño: “Argentina estaba dispuesta por primera vez a negociar. El cambio era radical y el gobierno aceptaba reabrir las discusiones con los bonistas, posición que hasta hace pocos meses negaba de manera determinante” (Burgueño 2013, 177). Incluso, en algunos medios de comunicación del país, se referían a la apelación como “una primera señal de pago a los *Holdouts*”<sup>22</sup>.

Teniendo en cuenta la situación económica, si Argentina no flexibilizaba su estrategia y el fallo de Griesa permanecía firme en tener que pagarle a los *Holdouts* antes de diciembre de 2012, el país hubiese caído nuevamente en un *default* selectivo y las consecuencias se hubiesen agravado en el complejo contexto de restricción externa que Argentina atravesaba durante esos años<sup>23</sup>. Finalmente, el gobierno apeló el 18 de febrero de 2014 ante la Corte Suprema de los Estados Unidos solicitando que se revisen los fallos de los tribunales inferiores. Lamentablemente, el 16 de junio de 2014, el máximo tribunal estadounidense rechazó revisar el caso presentado por Argentina. En este contexto, el fallo de primera instancia de Griesa ganó aún más fuerza, dictaminando que el país debía abonar de inmediato la totalidad de USD 1.330 millones a los *Holdouts* en un solo pago y sin quita. Posteriormente, durante el 2015 las negociaciones quedaron paralizadas ya que la política interna estuvo marcada por la campaña para las elecciones presidenciales de octubre. Durante la misma, varios candidatos (como Mauricio Macri) sostenían que resultaba crucial ponerle fin al conflicto con los *Holdouts*, ya que se había prolongado excesivamente, obstaculizando la obtención del financiamiento económico y la llegada de inversiones (Val 2017). En definitiva, con las elecciones presidenciales de por medio, el panorama de la negociación quedaba en suspenso hasta que asumiera el próximo gobierno electo.

## **8. Consideraciones finales**

En el desarrollo de esta tesina se propuso indagar sobre las estrategias de negociación de Argentina y los *Holdouts* por el juicio de la deuda externa en *default* del 2001. Esto se llevó a cabo siguiendo la propuesta teórica de Robert Putnam (1988) basada en el juego de doble nivel para analizar negociaciones internacionales. De acuerdo con Putnam, existe una conexión causal entre lo nacional y lo internacional. Se trata de una causalidad recíproca donde los factores nacionales influyen sobre los asuntos internacionales y viceversa. Por lo

---

<sup>22</sup> “La Argentina apeló el fallo de Griesa y por primera vez dio señal de pago”. El Cronista. 26 de noviembre de 2012. <https://www.cronista.com/economia-politica/La-Argentina-apelo-el-fallo-de-Griesa-y-por-primera-vez-dio-senal-de-pago-20121127-0083.html>

<sup>23</sup> Sumado a que la confirmación de los fallos derrumbaban las reestructuraciones realizadas en 2005 y 2010 debido a la vigencia de la cláusula RUF0.

tanto, el presente estudio investigó la interconexión entre los factores políticos internos y externos que jugaron dentro del proceso de renegociación de la deuda externa. Así mismo, se fijó la atención en las estrategias de negociación que utilizaron tanto *Holdouts* como el gobierno para cumplir sus objetivos. Se asumió que ambos actores comenzaron la reestructuración con una estrategia ampliamente confrontativa y, a medida que el litigio fue desarrollándose, los actores flexibilizaron su estrategia de negociación a causa de los factores multifactoriales.

Teniendo en cuenta el escenario de disputa, es posible llegar a algunas conclusiones. En primer lugar, los *Holdouts* redefinieron sus métodos estratégicos, pero nunca redefinieron su posición confrontativa. Nunca existió un sentido de cooperación. Esto quiere decir que los *Holdouts* modificaron las formas de su estrategia negociadora, pero sin cambiar su perfil confrontativo. Su estrategia de embargar activos argentinos demostró ser ineficaz. Sin embargo, al centrarse en la cláusula *pari passu*, lograron direccionar el litigio según sus intereses, manteniendo su tinte confrontativo de reclamar por el pago total que buscaban. En este sentido, los *Holdouts* no realizaron ningún esfuerzo para agrandar el conjunto ganador, sino que mantuvieron una estrategia confrontativa que apuntaba a alcanzar su mejor escenario: cobrar el total de la deuda. Se produjo flexibilidad en cuanto a la vía, pero no en cuanto al contenido.

En cambio, en lo que respecta a Argentina, durante el desenlace del juicio, frente a múltiples fallos adversos y arrinconada por la posibilidad de caer en una deuda insostenible que superaba por tres veces sus reservas, fue necesario flexibilizar la estrategia de negociación, agrandando el conjunto ganador. Aunque algunos autores sugieren que este cambio fue limitado, representó una flexibilización notoria ya que se ofreció una tercera reestructuración, incluso después de haber afirmado previamente que no se negociaría con este tipo de acreedores. Si bien este cambio se puede entender como parte de la misma posición confrontativa, también se puede leer como una flexibilización que hubiera permitido ampliar el conjunto ganador, pese a que no tuvo respuesta de los *Holdouts*. A fines de ampliar las posibilidades de interpretación de lo que sucedió, se entiende que el gobierno intentó incorporar elementos cooperativos para no caer en una deuda insostenible. Argentina realizó un último intento de agrandar el conjunto ganador, que se podría entender como estrategia cooperativa.

En segundo lugar, es posible afirmar que las estrategias de los *Holdouts* y el gobierno son dependientes de un tercer actor que tiene poder efectivo sobre lo que los protagonistas hacen o pueden hacer. En este sentido, se hace referencia a la intervención del sistema judicial

estadounidense y al Ejecutivo de EEUU que tuvieron la capacidad de inclinar el litigio de un lado o del otro. Por ejemplo, cuando la justicia estadounidense emitió las condiciones de pago a favor de los *Holdouts* fue fundamental para la resolución del caso judicial que terminó imponiéndose al país. Lo mismo ocurrió cuando el presidente Obama dejó de respaldar al gobierno en las instancias intermedias antes de llegar a la Corte Suprema de su país<sup>24</sup>. Por ende, tanto el aparato judicial de Estados Unidos como su presidente deben ser conceptualizados como un tercer actor en este litigio. Ciertamente, el juez Griesa demostró cómo las decisiones judiciales pueden influir directamente en la política y economía de un país. En definitiva, desde la perspectiva argentina, estos elementos se convirtieron en factores externos que influyeron en la evolución del litigio porque tanto las decisiones del sistema judicial estadounidense como el respaldo de actores internacionales tuvieron un impacto desfavorable para Argentina en el desarrollo del caso, provocando cambios tanto en la posición como la estrategia negociadora.

A raíz de todo lo anterior, se puede concluir que las estrategias de los *Holdouts* se basaron en una racionalidad egoísta para la cual dispusieron de todo el tiempo necesario para cobrar su “inversión”. Los *Holdouts* no buscaron que el conjunto ganador se agrandara, sino que solo buscaron su objetivo de máxima a costa de terceros. Su cambio de táctica no solo demostró la adaptabilidad ante la falta de resultados, sino también su comprensión de las vulnerabilidades legales del caso y su habilidad para capitalizarlas. La cláusula *pari passu* se convirtió en un pilar fundamental de su estrategia, destacando la relevancia de las interpretaciones legales en disputas de deuda soberana y subrayando cómo las cuestiones legales pueden ser decisivas en la resolución de conflictos económicos internacionales. Incluso no solo suelen emprender un litigio en un mercado que no está regulado, sino que luego también reclaman sumas millonarias sin haber generado empleo o valor agregado a la economía de sus acusados. Su fin último es el enriquecimiento a costa de países en desarrollo. Por lo tanto, este tipo de actores se transforman en un actor perjudicial, generando el debate de cómo trascienden las fronteras internacionales y afectan la autonomía de las naciones. Se demostró cómo las estrategias de los *Holdouts*, respaldadas por tribunales extranjeros, pueden desafiar la soberanía nacional y tener un impacto significativo en la economía de un país.

---

<sup>24</sup> Incluso cuando Argentina no tiene más alternativa que apelar a la Corte Suprema de Justicia de Estados Unidos, Barack Obama tampoco intervino para que la máxima autoridad judicial de su país atienda el caso, lo que resultó posteriormente en el rechazo de la Corte para tratarlo.

Por último, es relevante señalar que el gobierno termina en un momento de parálisis porque tanto los condicionantes internos como externos redujeron su margen de permisibilidad en términos de política económica exterior (Actis et al. 2017). Esos condicionantes fueron determinando una política exterior más restrictiva en contraposición de un perfil más permisivo. Entre algunos factores internos decisivos se destacó el conflicto con las patronales agrícolas, la emergencia de figuras opositoras y la fractura política interna que llevó a la falta de un frente unificado contra los *Holdouts*, afectando la capacidad de negociar. Por el lado de los factores externos, se enumeraron los contundentes fallos del juez Griesa, los vacíos legales en litigios por deuda soberana, el abandono del respaldo inicial de Estados Unidos, la consolidación de un grupo de *Holdouts* combativos y la compleja situación económica del país por la restricción externa. Incluso no se debe olvidar la presencia de la cláusula RUFO en los bonos reestructurados que añadió complejidad al caso, estableciendo limitaciones temporales. En definitiva, tal como sugirieron Actis et al (2017), todos esos condicionantes fueron disminuyendo el margen de permisibilidad que tenía inicialmente el gobierno para desenvolverse en la arena internacional.

En síntesis, en esta investigación se identificaron cuáles fueron algunos factores internos y externos que fueron capaces de flexibilizar las estrategias negociadoras. Tanto Argentina como los *Holdouts* recibieron presiones internas y externas, lo que obligó a elegir cuál estrategia seguir y ajustar su posición inicial. Como menciona Putnam (1988), ningún análisis puramente nacional ni uno puramente internacional podrían haber explicado esta renegociación. El caso argentino ilustra la compleja dinámica en disputas por deuda soberana, subrayando la importancia de la adaptación estratégica, la comprensión legal precisa y la gestión hábil de los factores internos y externos en la resolución de estos conflictos. Estas lecciones resultan esenciales para futuros análisis de casos similares y para la formulación de políticas que aborden los desafíos inherentes a las deudas soberanas a nivel internacional. El caso demostró la asimetría de poder entre los *Holdouts* y un país soberano como Argentina. Se señaló cómo los actores financieros pueden utilizar estrategias legales y económicas para presionar a un Estado, planteando cuestiones profundas sobre la equidad financiera y la justicia en las Relaciones Internacionales. En este sentido, en próximas líneas de investigación sería significativo elaborar estudios sobre el dilema de buscar justicia financiera y garantizar la estabilidad económica de los Estados. Esto sugiere la necesidad de equilibrar la justicia que exigen los acreedores, pero sin descuidar la estabilidad económica de la nación, lo que lleva a plantear preguntas éticas sobre cómo abordar crisis financieras soberanas. Por lo tanto, es de suma importancia que los casos relacionados a la deuda externa

sean ampliamente considerados en el ámbito de las Relaciones Internacionales para evitar futuras desventajas de los países en vías de desarrollo y su economía.

### **Referencias bibliográficas**

- Actis, Esteban y Creus, Nicolás. 2015. “Argentina vs. los ‘fondos buitres: el rol de Estados Unidos y la tesis de la disciplina financiera”. En *Instituto de Relaciones Internacionales (IRI)*, Departamento de América del Norte.
- Actis, Esteban; Busso, Anabella; Calderón, Emilse y Zelicovich, Julieta. 2017. “De la permisibilidad a la restricción: un análisis de la incidencia de los condicionantes sistémicos sobre la política exterior del kirchnerismo (2003-2015)”. En *Cuadernos de Política Exterior Argentina (CUPEA)*, N° 125, Rosario.
- Álvarez, Ayelén. 2020. “Conflicto entre el Estado Argentino y acreedores externos, factores de poder y posicionamientos políticos: de la Ley de Pago Soberano (2014) al Pago de los Fondos Buitre (2016)”. En *Universidad Nacional de San Martín*, Repositorio Institucional UNSAM.
- Barr, Mallory. 2016. “The Litigation Tango of La Casa Rosada and the Vultures: The Political Realities of Sovereign Debt, Vulture Funds, and the Foreign Sovereign Immunities Act” En *Santa Clara Journal of International Law*.
- Barrera, Mariano y Bona, Leandro. 2018. "La fuga de capitales en la Argentina reciente (1976-2018)". En *SEDICI*, Repositorio Institucional de la UNLP.
- Bennet, George. 2005. “Process Tracing and Historical Explanation. Rethinking Social Inquiry. Diverse Tools, Shared Standards”. En *Rowman & Littlefield Publishers*, pp. 205-232.
- Bril-Mascarenhas, Tomás; Antoine Maillet y Pierre-Louis Mayaux. 2017. “Process Tracing. Inducción, Deducción e Inferencia Causal”. En *Revista de Ciencia Política*, Vol. 37, pp. 659-684.
- Burgueño, Carlos. 2013. “Los buitres: historia oculta de la mayor operación financiera contra la Argentina”. En *Editorial Edhasa*, Buenos Aires.
- Busso, Anabella. 2010. “Las relaciones bilaterales argentino-estadounidenses desde julio de 2009 a julio de 2010: la búsqueda de la normalidad”. En *Instituto de Relaciones Internacionales (IRI)*, Departamento de América del Norte.
- Busso, Anabella. 2014. “La sombra de la deuda otra vez oscurece los vínculos entre Buenos Aires y Washington: principales tendencias y hechos (julio de 2013-agosto de 2014)”. En *Instituto de Relaciones Internacionales (IRI)*, Departamento de América del Norte.



- Carro, Elio. 2006. “Historia y evolución de la deuda externa argentina”. En *Estudio carro*, Buenos Aires.
- Cherny, Nicolás y Marcos Novaro. 2010. “El presidencialismo argentino: de la crisis a la recomposición del poder (2003-2007)”, en *América Latina Hoy*, N° 54, pp. 15-41.
- Collier, David. 2011. “Understanding Process Tracing. Political Science and Politics”, pp. 823-830.
- Creus, Nicolás. 2015. “El peso de las imágenes waltzianas en la relación de Argentina con el Sistema Financiero Internacional”. En *Análisis Político*, N° 84, Bogotá.
- Damill, Mario; Frenkel, Roberto; Rapetti, Martín. 2005. “La deuda argentina: historia, *default* y reestructuración”. En *CEDES*, Buenos Aires, pp.13-54.
- Dowding, Keith. 2003. “Resources, Power and Systematic Luck: A Response to Barry. En *Politics, Philosophy & Economics*, Vol. 2, N° 3.
- Dyer, Lee. y Shafer, Richard. 1999. “Dynamic Organizations: Achieving Marketplace and Organizational Agility with People”. En *Center for Advanced Human Resource Studies (CAHRS)*, Nueva York, pp. 2-31.
- Evans, Peter. 1993. “Building an Integrative Approach to International and Domestic Politics”. En *Edged Diplomacy*, University of California Press.
- Frieden, Jeffry y Lisa, Martin. 2002. “International Political Economy: The State of the Subdiscipline”. En *Katznelson, I. y H. Milner (eds.) Political Science*, Nueva York, W. W. Norton.
- García, Medina. 2009. “Nuevas y especiales formas de garantía en el comercio. Estudio sistemático y crítico”. En *La Ley*, Madrid, pp. 125.
- Harrigan, Kathryn. 1985. “Strategic Flexibility”. En: *Lexington Books*, Lexington University.
- Hornbeck, John. 2013. "Argentina's *Defaulted* Sovereign Debt: Dealing with the “*Holdouts*”. En *Congressional Research Service*, pp. 3-16.
- Kupelian, Romina y Rivas, María Sol. 2014. “Fondos buitres. El juicio contra argentina y la dificultad que representa en la economía mundial”. En *CEFIDAR*, N° 49. Buenos Aires.
- Lehman, Howard y Jennifer McCoy. 1992. “The Dynamics of the Two-Level Bargaining Game: The 1988 Brazilian Debt Negotiations”. En *World Politics*, Vol. 44, N° 4.

- Mahoney, James. 2001. "Beyond Correlational Analysis: Recent Innovations in Theory and Method". En *Sociological Forum*, N° 16, pp. 575-593.
- Malamud, Andrés y M. de Luca 2011. "La política en tiempos de los Kirchner". En *Eudeba*, Buenos Aires.
- Mattina, Liborio. 2010. "I gruppi di interesse". En *Mulino Itinerari*, Italia, pp. 154-155.
- Merle, Marcel. 1991. "Sociología de las relaciones internacionales". En *Alianza Editorial*, Madrid, pp. 18-19.
- Moravcsik, Andrew. 1993. "Introduction: Integration International and Domestic Theories of International Bargaining". En *Edged Diplomacy*, University of California Press.
- Morrow, James. 1999. "The Strategic Setting of Choice: Signaling, Commitment, and Negotiation in International Politics". En *Choice and International Relations*, Princeton University Press, pp. 77-114.
- Muñoz, Patricio. 2014. "La influencia de los actores no estatales en el sistema internacional". En *AFESE*, pp. 100-112.
- Nemiña, Pablo. 2011. "Estrategias de negociación del FMI y la Argentina durante el período 2003- 2004". En *SciELO*, Temas y Debates, N°22, pp. 87-113.
- Nemiña, Pablo y Val, Emilia. 2018. "El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres. Consecuencias sobre los procesos de reestructuración de deuda soberana". En *CEC*, N° 9, pp. 45- 68.
- Nemiña, Pablo y Zelicovich, Julieta. 2017. "El análisis de las negociaciones internacionales. reflexiones metodológicas sobre la aplicación del esquema de doble nivel". En *Postdata 21*, N°2, pp. 423-452.
- Ollier, María. 2013. "El ciclo de las presidencias dominantes: Néstor y Cristina Kirchner (2003-2013)". En *Debate*, Evaluando el legado del kirchnerismo, Buenos Aires, pp. 61-87.
- Putnam, Robert. 1988. "Diplomacia y política nacional: la lógica de los juegos de doble nivel". En *Zona Abierta*, traducido por Belén Barreira, 1996, N° 74, pp. 69-120.
- Raimondi, Romina. 2014. "Estrategias político-legales desplegadas por los fondos buitre contra la República Argentina (2003-2014)". En *Facultad de Ciencia Política y Relaciones Internacionales*, Universidad Nacional de Rosario:

- Rapoport, Mario. 2014. "La deuda externa argentina y la soberanía jurídica: sus razones históricas" En *Fundación de Investigaciones Históricas, Económicas y Sociales*.
- Rosenau, James. 1973. "Hacia el estudio de las vinculaciones nacionales-internacionales". En *Nueva Visión*, Sistema global, subsistemas y vinculaciones nacionales- internacionales, Buenos Aires.
- Russell, Roberto y Tokatlian, Juan. 2013. "América Latina y su gran estrategia: entre la aquiescencia y la autonomía". En *Revista Cidob d'Afers Internacionals* N°104, pp.157-180.
- Soto, César. 2018. "La economía política internacional y el juego de dos niveles en el análisis de temas comerciales internacionales en actores asimétricos". En *Memoria Académica*, Universidad Nacional de La Plata, Buenos Aires.
- Treacy, Mariano. 2021. "La política exterior argentina frente al volátil escenario internacional de la postpandemia y la competencia entre China y Estados Unidos: ¿aquiescencia, pragmatismo o autonomía?". En *Revista Aportes Para La Integración Latinoamericana*, N° 44, pp. 1-38.
- Val, María Emilia. 2017. "El accionar de los fondos buitres: una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina". En *Relaciones Internacionales*, v.26 N°52, Universidad Nacional de La Plata, pp. 5-30.
- Val, María Emilia. 2018. "Del enfrentamiento a la dominación: las transformaciones en la política argentina de manejo del conflicto buitre". En *CLACSO*, pp. 3-19.
- Van Klaveren, Alberto. 2013. "El análisis de la política exterior: Una visión desde América Latina". En *Oxford University Press*, pp. 96-109.
- Valencia, Ayelén y Cantamutto, Francisco. 2013. "El poder empresarial en Argentina: la negociación de la deuda". En *FLACSO*, México, pp. 157–198.
- Vernengo, Matías. 2014. "Argentina, Vulture Funds, and the American Justice System, Challenge". En *Taylor & Francis Group*, pp. 46-55.
- Wallerstein, Immanuel. 2005. "Análisis de Sistemas-Mundo. Una introducción". En *Siglo XXI Editores*, México DF, pp. 3-23.