

---

## El conflicto entre la Argentina y los fondos buitres. Consecuencias sobre los procesos de reestructura- ción de deuda soberana

---

*Pablo Nemiña*

UNSAM/CONICET-FLACSO Argentina  
pablonemina@yahoo.com.ar

*María Emilia Val*

UNSAM/CONICET  
memiliav@yahoo.com.ar

The conflict between Argentina and the vulture funds. Conse-  
quences on sovereign debt restructuring processes

O conflito entre a Argentina e os fundos abutres. Consequên-  
cias nos processos de reestruturacão da dívida soberana

Recibido: 22 de mayo de 2018

Aceptado: 20 de noviembre de 2018

### Resumen

En este artículo se analizan las consecuencias del conflicto entre la Argentina y los fondos buitre sobre la reforma de los procesos de reestructuración de deudas y su impacto en la relación entre deudores y acreedores. A partir de un análisis apoyado en fuentes oficiales, bibliografía secundaria y periodística, se propone que la resolución del litigio entre NML y la Argentina a partir del impulso dado por la gestión iniciada a fines de 2015 suspendió el desarrollo que se había iniciado en el ámbito multilateral de una propuesta estatutaria y avaló la jurisprudencia que incentiva el comportamiento *holdout*,

erosiona la equidad al interior de los acreedores y condiciona negativamente la relación de estos con los deudores, lo cual profundiza las debilidades del régimen vigente y hace más inestable al sistema financiero internacional. **Palabras clave:** reestructuración de deuda soberana, fondos buitres, Argentina, globalización financiera, sistema financiero internacional. **Códigos JEL:** F34, K00, G01

### Abstract

This article analyses the consequences of the conflict between Argentina and the vulture funds on the reform of debt restructuring processes and their impact on the debtor-creditor relationship. Based on analysis of official sources, secondary and journalistic bibliography, it is proposed that the resolution of the litigation between NMLfund and Argentina, driven by the new administration since the end of 2015, suspended the development of the statutory proposal that had begun in the multilateral sphere and established jurisprudence that encourages holdout behaviour, erodes equity within creditors, and negatively affects their relationship with debtors, which deepens the weaknesses of the current regime and makes the international financial system more unstable. **Keywords:** sovereign debt restructuring, vulture funds, Argentina, financial globalization, international financial system.

### Resumo

Este artigo analisa as consequências do conflito entre a Argentina e os fundos abutre sobre a reforma dos processos de reestruturação da dívida e seu impacto na relação entre devedores e credores. Baseado em um análise apoiado em fontes oficiais, literatura secundária e jornalística, propõe-se que a resolução do litígio entre NML com a Argentina a partir do impulso dado pela nova administração desde o final de 2015, interrompeu o desenvolvimento que tinha começado no contexto multilateral de uma proposta estatutária e estabeleceu jurisprudência que incentiva o comportamento *holdout*, corrói a equidade dentro de credores, e afeta negativamente a sua relação com os devedores, que aprofunda as fraquezas do sistema em vigor e torna o sistema financeiro internacional mais instável. **Palavras-chave:** reestruturação da dívida soberana, fundos abutre, Argentina, globalização financeira, sistema financeiro internacional.

## Introducción

A tono con las políticas neoliberales promovidas desde el Norte, diversos países de la región impulsaron, a finales de los '70, la liberalización y la desregulación financiera. La progresiva eliminación de las restricciones a la cuenta de capital alentó el inicio de un proceso de financiarización, que deriva las ganancias principalmente de canales financieros más que del comercio y la producción (Arrighi, 1999). Aunque con la afluencia de capitales pareció superarse la restricción externa, la posterior fuga de estos, producto de la suba de las tasas internacionales, generó la crisis de deuda que signaría una década de estancamiento en América Latina (Devlin y Ffrench-Davis, 1995).

Desde entonces, la problemática de la deuda externa condicionó el desempeño de las economías periféricas. A los condicionantes comerciales de la restricción externa, se sumaban las limitaciones que establecía una inserción financiera dependiente, por la cual se destinaban crecientes recursos fiscales para afrontar los intereses de una deuda que, en casos como el de Argentina y Chile, sostenía la especulación financiera en lugar de financiar el desarrollo productivo (Hirschman, 1987).<sup>1</sup> La incapacidad de consolidar un bloque de deudores que permitiera avanzar en una reestructuración colectiva y las presiones del sector financiero y el FMI no hicieron más que agravar la situación económica (Tussie, 1988).

Con la profundización de la globalización financiera, la securitización de las deudas generada por el Plan Brady no solo liberó recursos fiscales al extender el plazo de repago y convirtió los créditos en títulos, sino que consolidó los mercados secundarios de deuda -potenciando el volumen de transacciones y capital disponible para estos activos- y atomizó a los acreedores, dificultando su coordinación. Para facilitar la obtención de financiamiento, los Estados emitieron la mayor parte de los títulos bajo ley estadounidense e inglesa lo que, ante el incumplimiento de los contratos, los dejó expuestos a litigios en esos tribunales. Los deudores quedaron así a merced del accionar de los llamados fondos buitres<sup>2</sup>, fondos privados de inversión cuya estrate-

---

1- Desde entonces, ciertas miradas denuncian el carácter fraudulento y odioso de las deudas contraídas por gobiernos dictatoriales. En la Argentina, es conocido el juicio Olmos, que declaró ilegítimo el endeudamiento asumido por el régimen militar (Olmos Gaona, 2005)

2- Los "buitres" poseen la forma institucional de *hedge funds*, especializándose en la realización de inversiones sofisticadas y altamente riesgosas, lo que es posible debido a que están sometidos a una escasa regulación gubernamental. Aunque también adquieren deuda corporativa, su accionar más controversial se relaciona con los títulos de deuda pública (Nemiña, 2014).

gia es adquirir, en el mercado y a muy bajo precio, títulos de países que se dirigen o ya entraron en una cesación de pagos, y litigar reclamando el cobro del total de la deuda. Desde entonces, se hicieron recurrentes los episodios que los involucraron, entre los que se destacan los de Perú, Congo y Etiopía en los '90 (Hernández Vigueras, 2015).

El comportamiento buitre crea inestabilidad e incertidumbre en el sistema financiero internacional. Por un lado, los fallos favorables a los acreedores generan un desequilibrio financiero en los países, al ser obligados a abonar sumas que no contemplan en sus presupuestos. Por otro, los beneficios extraordinarios que obtienen debilitan la posición de los deudores, generan incentivos para reproducir esa estrategia financiera, lo cual suma dificultades a las de por sí complejas reestructuraciones soberanas<sup>3</sup> y las vuelve más impredecibles. Frente a este escenario, desde finales de los '90 se profundizó el debate sobre los regímenes de reestructuración de deuda, en especial entre quienes promueven la regulación institucional o de mercado, los países en desarrollo y las potencias financieras respectivamente.

En ese marco, la reestructuración de la deuda argentina que siguió al default de 2001 tiene una importancia crucial. Entre las muchas aristas a partir de las cuales se la puede analizar, nos interesa destacar las consecuencias que su desarrollo y resolución tuvo para ese debate, en particular sobre la reforma de los procesos de reestructuración soberana y las relaciones entre los actores involucrados. A partir de un análisis apoyado en fuentes oficiales, bibliografía secundaria y periodística, se propone que la resolución del litigio entre el fondo privado NML y la Argentina dado por la gestión de Macri tuvo dos consecuencias sobre la gobernanza financiera internacional. Primero, suspendió el desarrollo que se había iniciado en el ámbito multilateral de una propuesta estatutaria, lo cual vigorizó al mecanismo contractual. Por otra parte, avaló la jurisprudencia que sentó el "juicio del siglo"<sup>4</sup>, la cual incentiva el comportamiento *holdout*<sup>5</sup> y buitre, erosiona la equidad entre los acreedores y condiciona negativamente la relación de estos con los deudores, profundizando las debilidades del régimen vigente y la inestabilidad del sistema financiero internacional.

---

3- Caracterizadas por la negociación conflictiva con acreedores dispersos, con distintos intereses y con dificultades para coordinarse y llegar a acuerdos.

4- Tal como fue conocido en la literatura especializada el litigio entre NML y la Argentina en los tribunales de Nueva York, en torno a la cláusula *pari passu*.

5- *Holdouts* son los acreedores que no acuerdan ingresar en una reestructuración.

El trabajo se organiza en tres apartados. En el primero se caracteriza el debate entre las soluciones contractual y estatutaria para coordinar las reestructuraciones de deuda soberana. En el segundo se analizan los canjes y el conflicto entre los acreedores litigantes y el gobierno argentino durante la gestión kirchnerista; por último, se caracteriza el giro que se produce en la estrategia financiera externa a partir de la asunción de la coalición Cambiemos y sus implicancias sobre el cierre del litigio judicial. El artículo termina con las conclusiones, en las que se analiza de qué modo la resolución del “juicio del siglo” supuso un aumento de la incertidumbre y la inestabilidad en la gobernanza financiera internacional en lo relativo a los procesos de reestructuración de deuda.

### **1. El debate en torno a los mecanismos para la reestructuración de deudas soberanas**

La recurrencia de las crisis de endeudamiento y el aumento de la litigiosidad por parte de fondos especulativos en las últimas décadas mostraron las debilidades del mecanismo de mercado para la resolución de episodios de *default* soberano (Guzmán y Stiglitz, 2016a: 4). Este mecanismo es el canje de deuda con participación voluntaria de los acreedores, basado en la negociación entre las partes involucradas a los fines de establecer, en cada caso, nuevas condiciones de repago. Aunque para sus defensores su eficiencia quedó demostrada en las numerosas ocasiones en que deudores y acreedores acordaron reestructuraciones (Palley, 2003), a partir de las crisis sistémicas de la segunda mitad de la década de 1990 se discutieron a nivel internacional alternativas para regular las reestructuraciones de deuda pública. Fundamentalmente, la discusión giró en torno a dos alternativas: la regulación contractual y la solución estatutaria.<sup>6</sup>

La primera propuesta tiende a introducir modificaciones en los contratos de deuda, haciéndolos más completos y claros con el objetivo de limitar la posibilidad y alcance de los litigios. Las reformas se orientan en dos sentidos: por un lado, la incorporación de cláusulas de acción colectiva (CAC) que habilitan la constitución de mayorías calificadas que convengan con el deudor los términos de una reestructuración y la hagan obligatoria para la todos los acreedores;<sup>7</sup> y, por otro lado, a partir del desarrollo del llamado “juicio del si-

---

6- También hay otros abordajes, ligados a códigos de conducta.

7- Antes del uso de CAC, los bonos sólo permitían modificaciones con el acuerdo del 100% de los tenedores de cada serie, dando poder de veto a cada bonista individual (Auray, 2013).

glo”, el esclarecimiento del alcance de cláusulas clave, como la *pari passu*.<sup>8</sup>

Sobre las CAC, aunque son incluidas desde mediados del siglo XIX en los títulos bajo ley inglesa, su incorporación se ha extendido y afianzado desde 2003 a partir del apoyo que brindó EE.UU. a su inclusión en los bonos bajo su legislación. A partir del año 2005, a excepción de una ínfima minoría, las emisiones bajo la ley de Nueva York poseen CAC (Ranieri, 2015). Sin embargo, existen dudas sobre la efectividad de esta propuesta para terminar con los problemas de descoordinación y atomización que dan lugar a demandas acreedoras, debido a que posee serias limitaciones. Por un lado, las CAC no aparecen en las emisiones bajo ley neoyorquina previas a 2003, la cual regía cerca del 70% de los bonos soberanos internacionales en ese año (03), y continúan ausentes en la mayoría de los bonos emitidos bajo legislación alemana y suiza (Das, Papaioannou y Trebesch, 2012). Por otro, muchas funcionan al nivel de cada emisión, requiriendo mayorías para cada serie de bonos. Así, la adquisición de títulos por acreedores litigiosos en un porcentaje que impida la conformación de la mayoría requerida trabaría la reestructuración, no sólo de una porción, sino potencialmente de toda la deuda. En relación a este último problema, recientemente desde la International Capital Market Association (ICMA), con el apoyo del FMI, se impulsó el fortalecimiento de las CAC agregadas (Guzmán y Stiglitz, 2016b) que permiten la creación de mayorías para una multiplicidad de emisiones individuales (Gelpern, 2016a), pero esta mejora no suprime la posibilidad de juicios sobre el stock de títulos sin CAC o que las poseen en su versión tradicional.

Con relación a las demandas de los acreedores se presenta un elemento adicional, relativo a la interpretación y alcance de cláusulas contractuales clave como la *pari passu*. Esta frase latina significa literalmente “con igual paso”, lo que es entendido como “en igualdad de condiciones”, “en forma equitativa” o “imparcial” (Kupelian y Rivas, 2014). Si bien no tenía un significado unificado, hasta el caso Elliot contra Perú de 1996<sup>9</sup> se la entendía como una promesa de tratamiento igualitario (Buchheit y Pam, 2004), esto es, el compromiso del Estado de no establecer medidas legales que resultaran en la discriminación

8- En igualdad de condiciones. Ver más adelante una definición detallada.

9- En el marco de la reestructuración Brady, el fondo Elliott presentó una demanda contra Perú. Luego de que la justicia de Nueva York resolvió que Perú debía pagar, Elliott bloqueó los fondos destinados al pago de la deuda reestructurada basándose en una interpretación de la cláusula *pari passu* que suponía no abonar esos intereses sin pagar también, *pro rata*, a los demandantes. Frente a la posibilidad de default, el gobierno peruano acordó un pago de USD 58 millones, lo que significó un beneficio del 400% para Elliott (Hernández Viguera, 2015).

entre acreedores o el trato preferencial de un grupo sobre el resto (en referencia a los derechos legales o de pago), pero no requería de parte del deudor la realización de pagos *pro rata*, es decir, de manera proporcional. Por tanto, suponía un rango *pari passu*, pero no un pago *pari passu* (Gelpern, 2016a).

A partir del caso del fondo NML contra la Argentina, en el que la interpretación extrema del pago *pro rata* realizada por el juez Griesa (abonar el 100% a los litigantes si se quería seguir atendiendo los compromisos con otros acreedores) fue aceptada por diversos niveles de la justicia norteamericana en un litigio llevado hasta las últimas instancias de apelación, se generó un intenso debate sobre dicha interpretación y sus consecuencias (Zamour, 2013; Chodos, 2016). Según Gelpern (2016a), estos desarrollos recientes convirtieron a esta cláusula en el arma más poderosa en manos de los acreedores reticentes desde la diplomacia de las cañoneras del siglo XIX, ya que no solo habilita el cobro a los litigantes, sino que casi lo asegura al ser acompañada por medidas de bloqueo del pago a los *holdings*.<sup>10</sup> Frente a este panorama, se planteó la necesidad de esclarecer el significado y los alcances de dicha disposición contractual para evitar mayores inconvenientes a futuro. Aquí también la ICMA publicó una formulación estándar que especifica sus términos y condiciones (International Capital Market Association, 2014). Sin embargo, se mantiene un *stock* de títulos con una formulación tradicional que puede dar lugar a ambigüedades interpretativas.

Dadas las limitaciones que posee la solución contractual, algunos especialistas promueven la solución estatutaria, que busca dar una respuesta estructural a través del establecimiento de normas internacionales uniformes que regulen las reestructuraciones. Si bien desde los '70 surgieron numerosas propuestas para lidiar con las bancarrotas soberanas (Rogoff y Zettlemeyer, 2002), la más conocida fue la impulsada en 2002 en el contexto de la crisis argentina por Anne Krueger, entonces subdirectora del FMI. El Mecanismo de Reestructuración de Deudas Soberanas (SDRM por sus siglas en inglés) fue concebido como la contrapartida para los Estados de los procedimientos para quiebras privadas y suponía que, si se adaptaban algunas de las disposiciones sobre insolvencia mercantil,<sup>11</sup> fundamentalmente el capítulo<sup>11</sup> de la ley

---

10- Acreedores que acuerdan ingresar en un canje de títulos.

11- Una moratoria para el servicio de la deuda; el carácter vinculante de los acuerdos alcanzados entre el deudor y la mayoría de acreedores; el desaliento de los litigios; la inclusión de salvaguardas de los intereses acreedores; y la provisión de financiamiento adicional, entre otras (Macías Vázquez, 2008).

de bancarrotas norteamericana, se lograría una solución ordenada, eficiente y beneficiosa para deudores y acreedores (Krueger, 2002).

Esta alternativa enfrenta críticas académicas y oposición política. Entre los especialistas, Gelpern (citado en Ranieri, 2015: 286) señala que es muy compleja de implementar pues requiere la celebración de tratados multilaterales que suelen extenderse en el tiempo. Asimismo, obliga a los Estados a uniformar los contratos de emisión de deuda, y a resignar su soberanía frente a normas internacionales o instituciones supranacionales. Por otra parte, las entidades bancarias, financieras y las organizaciones representativas de acreedores prefieren mecanismos que supongan mayor presión para los Estados deudores (Martínez Turégano y Santiso, 2005). Las potencias financieras –en especial EE.UU. y el Reino Unido– también se oponen a cualquier intento de regulación supranacional que implique un recorte a su posición dominante en la esfera financiera, incluso si era promovida por el FMI. Con respecto al SDRM, el gobierno de los EE.UU. y otras potencias criticaron la posible parcialidad del FMI dada su condición de acreedor, lo cual obturó la iniciativa en 2003. Desde entonces, el organismo promovió las mejoras en la regulación contractual al impulsar las mencionadas CAC (Roubini y Setser, 2004). Años después resurgió el debate estatutario, de la mano de la gestión kirchnerista y el apoyo de buena parte de los países en desarrollo, a través del impulso de un nuevo marco para la reestructuración de deudas en el seno de la Organización de las Naciones Unidas (ONU). Sin embargo, la resolución del litigio con NML implicó un severo retroceso en ese sendero. En este sentido, la profundización del debate a partir del caso argentino reciente es de vital importancia, ya que generó nuevos argumentos e iniciativas entre los promotores de ambas soluciones. Nos adentraremos entonces en el análisis de la reestructuración argentina, el desarrollo del conflicto con los buitres, y las consecuencias de su resolución.

## **2. La estrategia argentina durante el kirchnerismo: postergar y multilateralizar**

La reestructuración de la deuda argentina que siguió al *default* de 2001<sup>12</sup> fue larga y sumamente compleja en términos técnicos, financieros, jurídicos y políticos. La administración Kirchner procuró resolverlo implementando

---

12- Argentina declaró –hasta entonces– el mayor *default* de la historia por USD 87 mil millones, comprendidos en 152 títulos, nominados en siete monedas y bajo jurisdicción de ocho legislaciones (Fernández Alonso, 2006: 68).

una estrategia de negociación<sup>13</sup> predominantemente confrontativa,<sup>14</sup> sustentada en una agresiva propuesta que, basada en el criterio de sustentabilidad, implicó un canje en 2005 con una importante quita sobre el principal, reducción de tasas y alargamiento de plazos.<sup>15</sup> La reapertura del canje en 2010 bajo el gobierno de Cristina Fernández, a pedido de tres bancos internacionales, elevó la proporción de títulos canjeados al 92,7%<sup>16</sup> de la deuda elegible (Wainer y Bona, 2017: 143). Los *holdouts* iniciaron tempranamente y sostuvieron en el tiempo acciones legales en diferentes jurisdicciones (entre ellas Nueva York, en el juzgado a cargo del juez Thomas Griesa) mediante el bloqueo de los canjes y la solicitud de numerosos embargos para el cumplimiento de las sentencias, aunque sin éxito (Burgueño, 2013). La estrategia judicial contra los litigantes, desde el inicio y hasta el final de la gestión, se orientó por el principio de denunciar la conducta buitre y no convalidar beneficios mayores a los recibidos por los ingresantes.

Este escenario de imposibilidad de cobro empezó a mutar en 2010 cuando el fondo buitre NML, uno de los muchos demandantes,<sup>17</sup> cambió su estrategia judicial.<sup>18</sup> De manera similar al caso peruano, NML sostuvo que, desde 2005, la Argentina incumplía el principio de trato igualitario y equitativo derivado de la cláusula *pari passu* presente en los bonos su poder. A fines de 2011, en acuerdo con el pedido de los demandantes, Griesa resolvió que la llamada ley "cerrojo"<sup>19</sup> y los pagos a los *holdins* implicaban la disminución del rango de los bonos de NML, por lo que Ar-

---

13- Sobre el concepto de estrategia, cfr. Odell (2000) y Nemiña (2011a; 2011b).

14- Apoyada internacionalmente por EE.UU. y, a nivel local, por la totalidad del empresariado (Nemiña, 2011b).

15- Cruces y Trebesch (2013: 97) estiman que la quita inicial a valor presente fue del 76,8%, pero Giuliano (2006, 2015) y Lo Vuolo y Seppi (2008) sostienen que, por el pago de los intereses caídos y los cupones PBI, la quita se vio sustantivamente disminuida. Al respecto, Müller (2013) calcula la quita real entre un 21% y un 36%, dependiendo de la tasa de descuento que se tome.

16- El nivel de adhesión agregado fue relativamente bajo en comparación con el de otros canjes contemporáneos (Cruces y Trebesch, 2013).

17- NML Capital es una subsidiaria del hedge fund Elliott Management, propiedad de Paul Singer. El grupo involucrado en la demanda *pari passu*, que comprendía a conjunto de fondos buitre e inversores minoristas, estaba liderado por NML, de allí que en la literatura se lo designe como demandante (Weidemaier y Gelpern, 2014).

18- Numerosas tenencias en bonos argentinos de NML fueron adquiridas en 2008 y 2009 (Guzmán, 2016).

19- Es la ley 26.017, de febrero de 2005, que impedía la reapertura del canje a los no adherentes. Fue suspendida temporalmente en 2010 y 2013.

gentina se encontraba efectivamente violando la *pari passu* (Val, 2017).

Poco después, en 2012, el juez emitió una medida cautelar (*injunction*)<sup>20</sup> que establecía el pago *pro rata* o proporcional a los demandantes toda vez que Argentina pagase a los tenedores de bonos de 2005 y 2010. La decisión fue apelada ante la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito, que la confirmó y solicitó a Griesa la aclaración de la fórmula de pago. En una decisión desconcertante, el juez estableció que debía realizarse el pago del 100% a los litigantes junto al correspondiente a la deuda reestructurada, o de otra forma la República se vería impedida de atender cualquier servicio de aquella. Para esto, Griesa ordenó a los agentes intermediarios con sede en Nueva York (como el Bank of New York) que se abstuvieran de procesar y concretar los pagos, lo que bloqueó las posibilidades de la República de cumplir sus obligaciones. Aunque la Argentina apeló la decisión, ésta fue confirmada al año siguiente por la Corte de Apelaciones. En este marco el gobierno buscó mostrar mejor predisposición hacia los *holdouts*, para lo cual habilitó una tercera ronda de canje (con los mismos términos de la oferta de 2010) mediante la ley 26.886. Como último recurso legal, el gobierno argentino solicitó a principios de 2014 la intervención de la Corte Suprema de EE.UU., pero la abstención de este cuerpo dejó el fallo firme. Sin otras instancias de apelación y bloqueados los mecanismos para hacer efectivos los pagos, Argentina fue declarada en *default* selectivo<sup>21</sup> a fines de julio de 2014.<sup>22</sup> Agotada la instancia judicial, la Argentina se encontraba frente a una disyuntiva. Si no cumplía el fallo, se consolidaba la situación de *default* que afectaba

---

20- Puede definirse a una *injunction* como “una orden de un tribunal, históricamente un remedio de equidad, que disuade a una persona de efectuar un acto específico, y en ciertos casos excepcionales requieren que lleve a cabo una actuación concreta” (Marín González, 2003).

21- La deuda fue declarada en *default* por las agencias calificadoras al impedirse el procesamiento del pago de USD 539 millones correspondientes al cupón de una parte de bonos discount (Ámbito Financiero, 30 de julio de 2014), que Argentina había girado desde el BCRA al Banco de Nueva York. Así, el país mostraba tener capacidad y voluntad de pago, por lo que los funcionarios argumentaban que no era un *default* que pudiera atribuirse al comportamiento argentino, sino a las decisiones del juez neoyorquino.

22- Luego del anuncio de las agencias calificadoras, la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) estableció que los seguros contra *default* (CDS, por sus siglas en inglés) podían ser ejecutados. La ISDA está integrada por 844 entidades financieras de 64 países entre las que se encuentra Elliott Management Corporation, propietaria de NML (*La Nación*, 31 de julio de 2014). Por esto, la Comisión Nacional de Valores de Argentina formalizó un pedido ante la Security Exchange Commission (su par de EE.UU.) para investigar un posible conflicto de interés por parte de NML, de quien se presumía que había votado el *default* siendo tenedor de CDS (Ámbito Financiero, 03 de agosto de 2014).

a los bonistas reestructurados que se veían impedidos de cobrar sus acreencias<sup>23</sup> y abría la posibilidad de que estos pudieran pedir la aceleración (pago adelantado) de la deuda. Pero si lo cumplía y pagaba a los buitres, los holdins podrían, amparándose en lo dispuesto en la cláusula RUFO,<sup>24</sup> solicitar igual tratamiento. Esto podía elevar la deuda hasta USD 120 mil millones que serían imposibles de afrontar (Barrera y Bona, 2017: 170). Frente a este escenario, el gobierno profundizó sus acciones de denuncia a nivel global y redobló los esfuerzos diplomáticos tendientes a obtener apoyos internacionales como forma de presionar sobre los buitres y lograr una resolución extrajudicial. Entre las iniciativas regionales se destacó el respaldo de organismos como el MERCOSUR, la UNASUR, la OEA y la CEPAL, entre otros. En plano internacional, con el apoyo del G77 más China se impulsó en la ONU la creación de un marco jurídico internacional para regular las reestructuraciones y limitar el accionar de los acreedores especulativos (Barrera y Bona, 2017: 172).

La estrategia gubernamental apuntó a lograr apoyos mayoritarios en un ámbito más permeable a las inquietudes e iniciativas de los países en desarrollo. Según la postura del gobierno argentino y del resto de los países impulsores, la discusión sobre la problemática de la deuda soberana debía darse en la Asamblea General porque es el órgano más democrático, representativo y equitativo en el sistema internacional, en donde todos los países participan en pie de igualdad (un voto por país); no tiene ningún conflicto de interés, pues no forma parte de los procesos de renegociación de pasivos públicos; y ha abordado, en numerosas ocasiones, los temas de sostenibilidad de la deuda externa y desarrollo (Asamblea General de la ONU, 2014a; Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 2015).

En septiembre de 2014, por 124 votos a favor, 11 en contra y 41 abstenciones, la Asamblea General adoptó la resolución 68/304, que inició las negociaciones intergubernamentales para establecer un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración que permitiera aumentar la estabilidad del sistema financiero internacional, en forma

---

23- Para buscar cumplir con sus obligaciones con los *holdins*, en septiembre de 2014 la Argentina promulgó la ley 26.984, llamada de pago soberano, que declaraba la reestructuración de interés público y habilitaba el cambio de lugar de cobro.

24- La cláusula *Right Upon Future Offers* (RUFO) formaba parte de una serie de disposiciones legales para desincentivar la operatoria *holdout*. Esta norma establecía que si Argentina realizaba a los acreedores reticentes una oferta voluntaria superior a la del canje antes del fin de 2014, los *holdins* tenían el derecho de pedir igual tratamiento.

compatible con el crecimiento económico sostenido, inclusivo y equitativo y las prioridades nacionales (Asamblea General de la ONU, 2014b).

Tres meses después se creó un Comité *Ad Hoc* para elaborar una propuesta. Este se reunió en tres oportunidades y contó con la participación de diversos países, especialistas y ONGs. Finalmente, en septiembre de 2015, la Asamblea adoptó mediante la Resolución 69/319 los nueve principios básicos elaborados por el Comité para guiar las reestructuraciones de deuda soberana: 1) Soberanía; 2) Buena fe; 3) Transparencia; 4) Imparcialidad; 5) Trato equitativo; 6) Inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución; 7) Legitimidad; 8) Sustentabilidad y 9) Acuerdo por mayoría. El intenso trabajo de diplomacia más la simpatía que generaba el proyecto entre los países en desarrollo motivó una mejora en la votación en comparación con la anterior, que terminó con 136 votos a favor, 41 abstenciones y sólo 6 en contra<sup>25</sup> (Manzo, 2018).

El gobierno celebró la aprobación de los principios como una victoria diplomática para el inicio de la construcción de mecanismos institucionales globales de regulación de las reestructuraciones. Claramente este resultado supuso un avance, pues la iniciativa mostró la existencia de un importante grado de consenso entre los países en desarrollo sobre la importancia de la cuestión buitre; puso en discusión los vacíos en la arquitectura financiera internacional en relación con la problemática de la deuda soberana y reflató la idea de una solución estatutaria que involucrase a las diferentes naciones en la restricción al accionar de los fondos especulativos. Sin embargo, el carácter no vinculante de la resolución y el hecho de que sean principios orientadores sin implicancias concretas limitan su eficiencia. A esto debe sumarse el alejamiento de la discusión y de la iniciativa por parte del principal promotor, la Argentina, después de diciembre de 2015 con la llegada al poder de Cambiemos, quien daría un giro marcado a la política financiera internacional y a la estrategia de negociación con los buitres.

---

25- Los votos negativos corresponden a potencias financieras (EE.UU., Gran Bretaña, Alemania, Japón, Canadá) o bien a aliados estratégicos de éstos (Israel). Entre las abstenciones hay casos destacables. Mientras que Grecia adoptó esta posición a pesar de su gravísimo problema de endeudamiento soberano; México y Colombia fueron los únicos países de Latinoamérica que lo hicieron, lo que podría entenderse por su asociación económica y militar –respectivamente– con los EE.UU. y el interés por no mostrar una postura confrontativa con el sector financiero, debido a que ambos países poseían un acuerdo precautorio con el FMI y afinidad con los estándares de la OCDE.

### 3. El retroceso bajo el gobierno de Macri

El gobierno de Cambiemos avanzó en un plan económico de corte liberal, pro mercado y ofertista, para lo cual consideraba imprescindible reinsertar al país en los mercados internacionales de capital. Aunque la profundización de la restricción externa había alentado durante los últimos años del kirchnerismo un incremento moderado del endeudamiento externo y un acercamiento a los mercados privados de capital –que se observa en la resolución expeditiva de los conflictos con el CIADI, Repsol y el Club de París (Cantamutto y Ozarow, 2016)–, el fallo de Griesa obtuvo ese camino. En tanto dicho fallo impedía el acceso al endeudamiento externo que, en términos materiales, le permitiría conseguir el flujo de fondos con el que financiar la política de desregulación cambiaria y financiera iniciada en diciembre de 2015 (Rua y Zeolla, 2018)<sup>26</sup>, y expresar simbólicamente la voluntad de realinear al país bajo las lógicas financieras hegemónicas, el gobierno de Macri promovió un cambio radical en la estrategia frente a los buitres.

No solo se relegó la agenda multilateral en la ONU, sino que se implementó una estrategia de negociación abiertamente cooperativa y favorable a la posición de los litigantes, avalando el derecho legítimo de cobrar sus acreencias a partir del fallo obtenido. Esto mostró que el tratamiento dado a la disputa constituía una política de gobierno más que una política de Estado (Guzmán, 2016). Las bases de este cambio eran, según los funcionarios, por un lado, la débil posición de la Argentina derivada de la sentencia firme que ceñía todo margen de maniobra en las negociaciones y, por el otro, la necesidad de ponerle fin al conflicto para recuperar la confianza y salir del aislamiento económico (*La Nación*, 06 de marzo de 2016) y así obtener crédito privado internacional.

Aunque el nuevo gobierno decía que negociaría con dureza y buscaría un trato “razonable” (*La Nación*, 12 de enero de 2016), el giro en la estrategia respecto del anterior fue marcado: se reconocía el interés (compartido con los buitres) de cerrar el caso. El discurso hacia los litigantes y los terceros involucrados se moderó (los buitres se transformaron en “acreedores” o “holdouts”, el *special master* Pollack y Griesa en “aliados”<sup>27</sup>), se reconoció el incumplimiento de Argentina y se incrementó la predisposición a hacer

---

26- El acuerdo con los buitres puso fin a la restricción legal (no financiera) para pagar a los holdins y, principalmente, emitir nueva deuda. En este sentido, significó el inicio de nuevo ciclo de integración financiera, endeudamiento externo y fuga de capitales (Bastourre y Zeolla, 2016).

27- *Política Argentina*, 05 de marzo de 2016

concesiones y acatar las disposiciones del juez. “Argentina tiene que pagar lo que debe”, expresó el ministro de economía, adelantando que se negociarían fundamentalmente los punitorios (*La Nación*, 01 de noviembre de 2015).

A pocos días de iniciado el mandato, el secretario de Finanzas viajó a Nueva York para reunirse con el mediador y retomar las negociaciones con los acreedores. En febrero se presentó la propuesta de pago, que incluía dos ofertas: uno para aquellos que habían obtenido sentencia *pari passu* y otro para los que no la tuvieran (las ofertas *pari passu* y base respectivamente). Se reconocían reclamos por USD 9.300 millones y se proponía abonar las sentencias en efectivo con una quita de alrededor del 25%.<sup>28</sup>

El cambio de rumbo y la celeridad del nuevo gobierno para dar solución al conflicto fueron elogiados por los EE.UU., el FMI, los acreedores e incluso por el juez Griesa (*La Nación*, 20 de febrero de 2016). A nivel local, la intransigencia del oficialismo respecto de la necesidad de poner fin al conflicto<sup>29</sup> fue apoyada por numerosos empresarios y varios gobernadores de la oposición, que también buscaban financiamiento internacional. La ley que refrendó los acuerdos y autorizó la emisión de nuevos títulos para financiar el pago fue aprobada en el Congreso por amplia mayoría en ambas cámaras,<sup>30</sup> lo que demostró el consenso interno en torno al cierre del caso.<sup>31</sup> Finalmente, el gobierno llegó a un acuerdo con la mayoría de los *holdouts*, incluidos los buitres más combativos, mediante el cual emitió los títulos para abonar al contado los juicios<sup>32</sup> y logró que el juez levantara el bloqueo que impedía el pago a los bonistas reestructurados. La salida del *default* rehabilitó el mecanismo de la colocación de bonos en el exterior para financiar al Tesoro: a partir de la asunción de Macri y hasta el

---

28- Por detalles, ver Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas (2016a; 2016b).

29- El gobierno procuraba no solo mostrar los supuestos beneficios de la salida del *default* (“emprender el sendero del desarrollo”) sino que alegaba que las únicas alternativas eran “ajuste o hiperinflación” (*La Nación*, 13 de marzo de 2016).

30- En la Cámara Baja 165 votos fueron a favor y 86 en contra, mientras en el Senado hubo 54 votaciones afirmativas y 16 negativas (*Clarín*, 13 de marzo de 2016).

31- La ley 27.249 derogó, además, las leyes cerrojo, de reapertura del tercer canje y de pago soberano, como había ordenado Griesa para poner fin al bloqueo. Desde el Frente para la Victoria-PJ y el Frente de Izquierda se opusieron.

32- Fueron emitidos cuatro bonos bajo ley de Nueva York por un valor nominal de USD 16.500 millones, con tasas de entre el 6,25 y el 7,625% anual y maduración de entre 3 y 30 años. (Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, 2016d). De este monto, USD 9.300 millones fueron destinados al pago de los acuerdos (Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, 2016c).

primer trimestre de 2018 inclusive, la Argentina fue uno de los principales emisores de deuda pública globales, con emisiones brutas en los mercados internacionales por USD 84.810 millones<sup>33</sup>. No obstante, el cierre del “juicio del siglo” supuso un profundo retroceso en el plano multilateral respecto de los avances producidos en la ONU y estableció precedentes decididamente negativos para la estabilidad de la gobernanza financiera internacional de la deuda.

#### **4. Consecuencias para la Argentina y el sistema financiero internacional**

La larga reestructuración de deuda argentina y el abrupto cierre del conflicto con los fondos buitres poseen importantes consecuencias para Argentina y el sistema financiero internacional. Para la República, el cierre apresurado del conflicto implicó conceder un beneficio exagerado a los buitres, que en algunos casos generó retornos de entre 1868% (Cosentino et al., 2017) y 1270% (Guzmán, 2016), y permitió rehabilitar la colocación de títulos en las plazas internacionales como mecanismo de financiamiento en divisas. Desde la emisión realizada para el pago a los buitres, el gobierno argentino inició un proceso de endeudamiento vertiginoso que permitió financiar el déficit fiscal y de cuenta corriente, pero que supone riesgos importantes en el mediano y largo plazo.

A junio de 2018 (último dato oficial disponible), la deuda pública total ascendía a USD 324 mil millones (ver cuadro 1), y debido a la depreciación del tipo de cambio equivalía al 65.9% del PBI (un salto del 90% con relación al nivel del inicio de la gestión). El ritmo de crecimiento de la deuda durante la gestión de Cambiemos se aceleró en tres veces y media con relación al período inmediatamente anterior (ver cuadro 2): si entre 2013 y 2015 la deuda se incrementó un 10%, entre 2015 y el segundo trimestre de 2018 aumentó el 46%, liderado por el incremento sustantivo de las letras del tesoro a corto plazo (las LETES en pesos y en dólares), los títulos públicos que pudieron volver a emitirse en los mercados internacionales luego del acuerdo con los fondos buitres y, recientemente, los desembolsos del FMI frente al agravamiento de la crisis de balanza de pagos.

---

33- Datos del Bank of International Settlements, *Debt securities issues, Gross Issuances*.

**Cuadro 1.** Argentina. Evolución de la deuda pública, 2013 a 2.º trimestre 2018, en millones de dólares corrientes a fines de cada período.

	2013	2014	2015	2016	2017	II-2018
- Títulos públicos	134.130	146.043	152.463	184.700	221.926	226.087
- Letras del tesoro	3.679	8.732	7.687	23.702	34.560	28.293
- Org. Internacionales	19.394	19.857	19.768	20.230	21.327	35.765
- Org. Oficiales	767	9.026	9.183	7.845	8.280	6.786
- Banca comercial	4.702	4.221	3.126	1.069	2.434	1.565
- Otros	6.021	4.416	4.916	5.274	4.271	6.953
- Adelantos BCRA	28.002	29.402	25.517	24.115	25.153	18.784
- Atrasos	5.936	49	43	43	107	106
- <b>Total deuda pública</b>	<b>202.631</b>	<b>221.748</b>	<b>222.703</b>	<b>266.978</b>	<b>318.058</b>	324.339
- Deuda no ingresada al canje	11.838	11.633	17.962	8.46	2.877	2.828
- Total deuda pública / PBI*	33.15%	39.32%	34.66%	848.13%	48.89%	65.90%
- Deuda pública en USD como % Expo	140%	175.8%	212.6%	254.4%	299.8%	308.2%**

\* PBI base 2004

\*\* Datos al primer trimestre de 2018.

**Fuente:** elaboración propia en base a Secretaría de Finanzas y Ministerio de Hacienda (portal de datos) y Boletín Fiscal.

**Cuadro 2.** Argentina. Variación porcentual bianual de la deuda pública.

	2013- 2015	2015- II-2018
- Títulos y letras	16%	59%
- Resto	-3,5%	12%
- Total deuda pública	10%	46%
- Deuda no ingresada al canje	52%	-84%

**Fuente:** Secretaría de Finanzas.

El crecimiento de la deuda pública observado desde 2016 ha incrementado las partidas presupuestarias destinadas al pago de intereses y amortizaciones, lo que supone un recorte en los recursos destinados a otros fines, en especial subsidios económicos.<sup>34</sup> Por otra parte, no parecen estar generándose transformaciones sustantivas en la estructura económica doméstica que permitan vislumbrar un aumento en la capacidad genuina de repago y contribuyan a morigerar la restricción externa. Muy por el contrario, buena parte de las divisas que ingresan en un contexto de apertura financiera, altas tasas de interés y atraso cambiario, recrean el esquema de *carry trade* y fuga de capitales que caracterizó a las gestiones económicas de la última dictadura militar y de la década de 1990. Este funcionamiento económico sostenido en la necesidad estructural de nuevo endeudamiento tiene, conjuntamente, importantes derivas políticas: progresivamente se vuelven más visibles la evaluación y los condicionamientos de los acreedores externos, las agencias calificadoras y los organismos internacionales de crédito.

Además de los recién mencionados costos y derivaciones inmediatos para la República,<sup>35</sup> la resolución apresurada y concesiva del litigio generó consecuencias –a mediano y largo plazo– para el sistema financiero internacional y los procesos de reestructuración de deuda. Junto a Weidemaier y Gelpert (2014), pensamos que sería un error descartar las consecuencias del caso por considerarlo como completamente único y *sui generis*, pues sentó jurisprudencia ciertamente desfavorable que incentiva el comportamiento *holdout* y *buitre*, erosiona la equidad entre acreedores y condiciona negativamente la relación de estos con los deudores.

En primer lugar, la sentencia y los acuerdos que la avalaron validaron ganancias extraordinarias para los buitres; asimismo, los *holdouts* no buitres también pueden obtener importantes retornos a partir de disposiciones judiciales que establezcan un tratamiento similar para todos los acreedores disidentes (como sucedió con los llamados “me too”) (Guzmán y Stiglitz, 2016b). Todas estas decisiones generan mayores incentivos para desplegar conduc-

---

34- Entre 2016 y los primeros nueve meses de 2018 los pagos de intereses pasaron de representar el 6,8% al 11,35% del total de gastos corrientes, una suba de casi el 67% (Ministerio de Hacienda, 2018).

35- El cierre de ese litigio no dejó inmune a Argentina de nuevas demandas judiciales, como lo muestran la presentación hecha en Nueva York en 2018 por el fondo Draw Capital (*Clarín*, 23 de enero de 2018).

tas *holdout* y buitres, lo que podría profundizar el problema de la litigiosidad acreedora y demorar los procesos de reestructuración.

En segundo lugar, el trato brindado a los diferentes grupos de acreedores distó de ser igualitario, pues se observaron claras inequidades entre los *holdins* y los *holdouts*, así como al interior de los *holdouts*. Curiosamente en nombre del trato igualitario, el juez Griesa intervino sobre terceros (bonistas e intermediarios) en beneficio de un pequeño grupo de acreedores (Gelpern, 2016b) a los que además le reconocía derechos de cobro superiores a los de los bonistas reestructurados. A partir de la lectura novedosa de la cláusula *pari passu* y de la decisión extrema de frenar el pago a los *holdins*, se estableció un virtual bloqueo por parte de una minoría a un canje consensuado con amplias mayorías, que impulsó además el posterior acuerdo pernicioso para el país. Por otra parte, las ganancias diferenciales obtenidas por los demandantes muestran, además de estrategias diferentes, la existencia de inequidades de tratamiento por parte del propio deudor al interior del grupo *holdout*.<sup>36</sup>

En tercer lugar, la resolución del conflicto avaló un desbalance de poder entre deudores y acreedores. Si algunos autores sostenían que el régimen de reestructuraciones post-Brady había inclinado las relaciones de fuerza en favor de los prestatarios (Gelpern, 2005; Kamlani, 2008) pues podían obtener resultados relativamente más satisfactorios a los logrados en otras etapas históricas, el caso que nos ocupa parece haber revertido la situación. Desde ahora, los acreedores poseen herramientas que les permiten poner en peligro los procesos de reestructuración iniciados por Estados sobreendeudados que necesitan aliviar y reprogramar sus pasivos para poder recuperarse económicamente. Tanto el desarrollo como el cierre de la saga *pari passu* ponen en duda la capacidad del régimen de reestructuración prevaliente para alcanzar algo parecido a un resultado pronto, duradero o equitativo para las partes implicadas (Gelpern, 2016b).

Por estas razones, la resolución del litigio entre NML y la Argentina conllevó un severo retroceso para el balance de poder entre deudores y acreedores, la equidad inter-acreedora y la previsibilidad de las futuras renegociaciones de deuda soberana en default. Las decisiones del juez y el avalado a las mismas por las decisiones de Cambiemos, al incentivar y habilitar

---

36- Por ejemplo, a los *hedge funds* más combativos no sólo se les reconocieron mayores ganancias, sino que incluso se les llegó a pagar los honorarios de sus abogados (Guzmán, 2016).

la estrategia de los fondos litigantes, incrementaron la incertidumbre sobre el derrotero de las próximas reestructuraciones y la estabilidad del sistema financiero internacional.

### Conclusiones

Luego de repasar los desarrollos recientes de los mercados de deuda, de la estrategia buitre y de las iniciativas contractuales y estatutarias, hemos analizado la reestructuración argentina y el cierre del conflicto buitre, mostrando la importancia de sus consecuencias para pensar las relaciones entre deudores y acreedores, y el futuro de las reestructuraciones soberanas.

Creemos que, con las limitaciones señaladas, tanto el fortalecimiento de los contratos de deuda mediante la incorporación de CAC agregadas y el esclarecimiento del alcance del principio *pari passu*, como los nueve principios de la ONU, al impulsar límites el accionar buitre y consolidar mecanismos equitativos de resolución de conflictos, contribuyen a mejorar el régimen de reestructuración vigente y reforzar la estabilidad del sistema financiero internacional. Sin embargo, la estrategia de cierre del litigio de Cambiemos supuso un giro en la dirección contraria, pues abortó el avance multilateral, avaló decisiones discrecionales y prácticas especulativas, y convalidó resultados onerosos e inequitativos, lo que debilita los procesos de renegociación de deuda al potenciar la conducta buitre y sumar incertidumbre y volatilidad al sistema financiero.

Si bien la mejora de las provisiones contractuales es un avance, la historia de la litigiosidad acreedora pone en duda que sea una solución definitiva, en tanto los buitres han demostrado ser expertos en la búsqueda de vacíos legales y jueces que acuerden interpretaciones novedosas que habiliten su actuar litigioso. Si se quiere arribar a soluciones que protejan los intereses de los deudores soberanos y su población, es necesario potenciar el trabajo político y diplomático en pos de un estatuto internacional que ordene las negociaciones y establezca mecanismos de reestructuración. En este sentido, el papel de los países en desarrollo, principales afectados por los litigios, será clave para el futuro de una agenda que se oponga a las presiones de los actores e instituciones financieros.

## Referencias bibliográficas

Arrighi, G. (1999). *El largo siglo XX*. Madrid: Akal. Auray, R. (2013). In bonds we trustee: a new contractual mechanism to improve sovereign bond restructurings. *Fordham Law Review*, 82(2), 899-936.

Barrera, M. y Bona, L. (2017). La persistencia de la fuga de capitales y el crucial conflicto con los fondos buitres durante el ciclo kirchnerista. En E. Basualdo (ed.) *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri* (pp. 147-177). Buenos Aires: Siglo XXI.

Bastourre, D. y Zeolla, N. (2016). ¿Hacia un nuevo ciclo de fragilidad financiera? *Entrelíneas de la Política Económica*, 9(45), 28-33.

Buchheit, L.C. y Pam, J. S. (2004). Pari Passu clause in sovereign debt instruments. *Emory Law Journal*, 53 (Special edition), 869-922.

Burgueño, C. (2013). *Los Buitres. Historia oculta de la mayor operación financiera contra la Argentina*. Buenos Aires: Edhasa.

Cantamutto, F. y Ozarow, D. (2016). Serial payers, serial losers? The political economy of Argentina's public debt. *Economy and Society*, 45(1), 123-147.

Chodos, S. (2016). From the Pari Passu Discussion to the 'Illegality' of Making Payments. En M. Guzmán; J. A. Ocampo y J. Stiglitz (ed.) *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises* (pp. 77-83). New York: Columbia University Press.

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

Cruces, J. J. y Trebesch, C. (2013). Sovereign Defaults: The Price of Haircuts. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(3), 85-117.

Das, U. S., Papaioannou, M. G. y Trebesch, C. (2012). Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts. *IFM Working Paper* 107.

Devlin, R. y Ffrench-Davis, R. (1995). The Great Latin America Debt Crisis: A Decade of Asymmetric Adjustment. *Revista de Economía Política*, 15(3), 117-142.

Eichengreen, B. (2003). Restructuring sovereign debt. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 75-98.

Fernández Alonso, J. (2006). La reinserción financiera como eje rector de la agenda externa argentina post-default. En B. Bologna (dir.) *La Política Exterior del gobierno de Kirchner* (pp. 31-88), Rosario: UNR Editora, t. IV, v. 1.

Gelpern, A. (2005). After Argentina. *Rutgers School of Law-Newark Research Paper, OII*. Recuperado de: <https://ssrn.com/abstract=880794.10>

Gelpern, A. (2016a). Courts and Sovereigns in the Pari Passu Goldmines. *Capital Markets Law Journal*, 11(2), 251-277.

Gelpern, A. (2016b). Sovereign Debt: Now What? *The Yale Journal of International Law*, 41(2), 45-96.

Giuliano, H. (2015). La deuda bajo la administración Kirchner. *Cuadernos de Economía Crítica*, 1(2), 153-159.

Giuliano, H. (2006). *Problemática de la deuda pública argentina. La deuda bajo la administración Kirchner*. Buenos Aires: Grupo Editor del Encuentro, v. II.

Guzmán, M. (2016). An analysis of Argentina's 2001 default resolution. *CIGI Papers*, (110). Recuperado de: <https://www.cigionline.org/publications/analysis-argentinas-2001-default-resolution>

Guzmán, M. y Stiglitz, J. (2016a). Creating a framework for sovereign debt restructuring that works. En M. Guzmán; J. A. Ocampo y J. Stiglitz (ed.) *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises* (pp. 3-32). New York: Columbia University Press.

Guzmán, M. y Stiglitz, J. (2016b). *A Soft Law Mechanism for Sovereign Debt Restructuring*. New York: International Policy Analysis.

Herman, B. (2003). Asuntos inconclusos en el diálogo internacional sobre la deuda. *Revista de la CEPAL*, (81), 65-79.

Hernández Viguera, J. (2015). *Los fondos buitres, capitalismo depredador*. Buenos Aires: Capital Intelectual.

Hirschman, A. (1987). La Economía Política del Desarrollo Latinoamericano. Siete ejercicios en retrospectiva. *El Trimestre Económico*, LIV(216).

Kamlani, D. (2008). *The Four Faces of Power in Sovereign Debt Restructuring: Explaining bargaining outcomes between debtor states and private creditors since 1870* (Tesis de Doctorado en Filosofía). The London School of Economics and Political Science, London.

Krueger, A. (2002). *A New Approach To Sovereign Debt Restructuring*. Washington DC: IMF.

Kupelian, R. y Rivas, M. S. (2014). Fondos buitres. El juicio contra Argentina y la dificultad que representa en la economía mundial. *Documento de Trabajo CEFIDAR*, (49).

Lo Vuolo R. M. y Seppi, F. (2008). La falacia del desendeudamiento del sector público en la Argentina. Evolución de la deuda post-default y sus impactos fiscales. *Documento de Trabajo CIEPP*, (10).

Macías Vázquez, A. (2008). La reestructuración de la deuda soberana:

multilateralismo, acción colectiva y canje. *Problemas del desarrollo*, 39(155), 53-76.

Manzo, A. (2018). Reestructuraciones de deuda soberana: El debate sobre su regulación en términos de disputa por la gobernanza global. *Revista Derecho e Práxis*, 9(1), 9-45.

Marín Gonzalez, J. C. (2003). Referencia a la tutela cautelar en el derecho inglés. *Revista de Derecho*, 15(2), 191-204.

Martínez Turégano, D. y Santiso, J. (2005). El sector privado en la resolución de crisis de deuda soberana. *Revista del ICE*, (827), 95-107.

Müller, A. (2013). Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina? *Documento de Trabajo CESPA-FCE*, (32).

Nemiña, P. (2014). "Fondos Buitres". En A. Adelstein y G. Vommaro (coords.) *Diccionario del léxico corriente de la política argentina. Palabras en democracia (1983-2013)* (pp. 180-183). Los Polvorines: UNGS.

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

Nemiña, P. (2011b). Estrategias de negociación del FMI y la Argentina durante el período 2003- 2004. *Temas y Debates*, (15), 87-113.

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

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

Palley, T. I. (2003). Sovereign debt restructuring proposals: a comparative look. *Ethics & International Affairs*, 17(2), 26-33.

Ranieri, A.M. (2015). "Deuda soberana: problemas y soluciones en la encrucijada", *Pensar en Derecho*, 4(6), 245-304.

Rogoff, K. S. y Zettelmeyer, J. (2002). Bankruptcy procedures for Sovereigns: A history of ideas, 1976-2001. *IMF Staff Papers*, 49(3), 470-507.

Roubini, N. y Setser, B. (2004). The reform of the sovereign debt restructuring process: problems, proposed solutions, and the Argentine episode. *Journal of Restructuring Finance*, 1(1), 173-184.

Rua, M. y Zeolla, N. (2018). Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente. *Problemas del Desarrollo*, 194(49), 5-30.

Tussie, D. (1988). "The Coordination of the Latin American Debtors: Is there a Logic Behind the Story?" En Griffith-Jones, S. (ed.) *Managing World Debt*

(pp. 282-307). Hertfordshire: Harvester - Wheatsheaf.

Val, M.E. (2017). El accionar de los “fondos buitres”: una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina. *Relaciones Internacionales*, 26(52), 163-180.

Wainer, A. y Bona, L. (2017). Las decisivas negociaciones con los acreedores: los canjes de 2005 y 2010 y los pagos de la deuda pública. En Basualdo, E. (ed.) *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri* (pp. 111-146). Buenos Aires: Siglo XXI.

Weidemaier, W. M. y Gelpern, A. (2014). Injunctions in Sovereign Debt Litigation. *Yale Journal on Regulation*, 31, 189-218.

Zamour, R. (2013). NML v. Argentina and the ratable payment interpretation of the pari passu clause. *Yale Journal of International Law*, 38, 55-66.

### Documentos

Asamblea General de la ONU (2014a). Versión taquigráfica, 107ª sesión plenaria, sexagésimo octavo período de sesiones. 9 de septiembre.

Asamblea General de la ONU (2014b). Resolución 68/304 aprobada el 9 de septiembre de 2014: Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana. Recuperado de: <https://undocs.org/es/A/RES/68/304>

International Capital Market Association (2014). Standard Pari Passu provision for the terms and conditions of sovereign notes. Recuperado de: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Resources/ICMA-Standard-Pari-Passu-Provision-August-2014.pdf>

Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la República Argentina (2015). Presentación “Proyecto de Ley: Principios Básicos sobre Procesos de Reestructuración de Deuda Soberana”. Recuperado de: <http://www.senado.gov.ar/parlamentario/parlamentaria/369159/downloadPdf> [consulta: 31 de octubre de 2018]

Ministerio de Hacienda (2018). Finanzas Públicas. Cuenta A.I.F. - Base Caja. Sector Público Nacional No Financiero. Recuperado de: <https://www.economia.gov.ar/download/infoeco/apendice6.xlsx> [consulta: 31 de octubre de 2018]

Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016a). Comunicado de prensa “Argentina presenta formalmente su oferta a los *hold-outs* para poner fin a los litigios en Nueva York”. 5 de febrero.

Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016b). Propuesta de Settlement. 5 de febrero. Recuperado de: <https://www.economia.gov.ar>

[gob.ar/wp-content/uploads/2016/02/749772417-Propuesta-de-Settlement-Febrero-5-2016.pdf](http://gob.ar/wp-content/uploads/2016/02/749772417-Propuesta-de-Settlement-Febrero-5-2016.pdf)

Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016c). Anexo I.

Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016d). Comunicado de prensa "Argentina sale del default tras el levantamiento de las medidas cautelares y deja atrás el litigio con los holdouts". 22 de abril.

Fuentes periodísticas

*Ámbito Financiero*

*Clarín*

*La Nación*

*Página/12*

*Política Argentina*