



**INSTITUTO UNIVERSITARIO**  
de Análisis Económico y Social



**Universidad**  
de Alcalá

---

## **Deudas soberanas en Default: alternativas abiertas tras el caso argentino reciente**

*Flavio E. Buchieri*

**SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO**  
**12/2014**

---

## DEUDAS SOBERANAS EN DEFAULT: ALTERNATIVAS ABIERTAS TRAS EL CASO ARGENTINO RECIENTE

### RESUMEN

Argentina está en su segundo default en menos de quince años, debido a causas propias como al diseño jurídico internacional que contiene la emisión de deuda soberana en la actualidad. En este escenario es una prioridad generar mecanismos que eviten el comportamiento oportunístico de acreedores que no ingresaron a procesos de re-estructuración de tales deudas como lo revela el caso Argentino. De este rediseño en el manejo de deudas soberanas depende el éxito de futuros procesos de rescate de bonos nacionales.

**Palabras clave:** Holdouts, Valor Nominal, Valor Presente, Canje de deuda.

### ABSTRACT

Argentina is in its second default in least ten fifteen years, due own reasons as well as the international framework which contain the emission of sovereign debt in the present. In this scenario, it's a priority to generate mechanisms that avoid the opportunistic behavior of creditors that didn't enter to restructuration debt process as the argentine case reveals. From this redesign in the management of sovereign debts depends the success of future recue process of national bonds.

**Key words:** Holdouts, Nominal Value, Present Value, Debt Exchange.

### AUTOR

**FLAVIO E. BUCHIERI** es Doctor en Economía, Universidad del CEMA. Profesor de grado y posgrado de varias universidades de Argentina y del Exterior. Cuentas de correo electrónico: fb00@cema.edu.ar y flavio.buchieri@gmail.com.

## ÍNDICE

Índice .....	3
1. Introducción.....	4
2. La naturaleza compleja del problema: la sostenibilidad de la deuda soberana. ....	5
3. Bitácora del Default de Argentina en el 2014: disparador del cambio. 9	
3.1. Otros casos de resolución de deudas soberanas en Default. ....	12
4. Opciones de resolución de deudas soberanas en Default. ....	14
4.1. Las cláusulas de acción colectivas. ....	16
4.2. El mecanismo de resolución de deudas soberanas. ....	17
4.3. Las cláusulas de salida consentida. ....	18
4.4. Un cuarto “camino”: CAC+mecanismo de ajuste de la deuda soberana..	19
4.5. La salida “a la Uruguay”. ....	19
4.6. Dos últimas alternativas. ....	19
5. Breves conclusiones: lecciones tras el caso argentino. ....	21
6. Referencias bibliográficas .....	22

## 1. INTRODUCCIÓN

La República Argentina, en menos de quince años, se encuentra nuevamente bajo un fenómeno de default de sus compromisos externos. Esto ha sido el resultado del juicio que contra el país iniciaron tenedores de deuda que no participaron de los sendos canjes de “deuda vieja” por “deuda nueva”, esto es, rescate y sustitución de bonos pre-existentes por aquellos con una importante quita en el capital adeudado así como extensión del horizonte de maduración de los nuevos bonos, que aconteció en los años 2005 y 2010.

En dicho juicio, iniciado en el juzgado del segundo circuito de la jurisdicción New York, a cargo del Juez Thomas Griesa, Argentina obtuvo un resultado negativo, siendo favorecidos algunos fondos de inversión especulativos (holdouts o también denominados “fondos buitres”) que contaban en sus portafolios con bonos no re-estructurados de Argentina, con un reclamo final a pagar por el país, según consta en la sentencia del propio Juez Griesa, por alrededor de U\$S 1.660 millones, aunque el monto total, contingente al resto de los bonistas que poseen bonos en default, asciende a cerca de U\$S 16.000 millones. Como el país aún no ha acatado el fallo, por las razones que brevemente consideraremos más adelante, el Juez ha declarado al país en desacato, proceso que agrava el aislamiento financiero de Argentina a nivel mundial, profundizando los agudos desequilibrios macroeconómicos que viene padeciendo desde aproximadamente cinco años atrás.

En ese escenario han comenzado a plantearse algunas alternativas para evitar que futuras re-estructuraciones soberanas atraviesen situaciones como las que se encuentra transitando Argentina, siendo que algunas de ellas son meros rescates de propuestas que oportunamente se formularon una década atrás aproximadamente y que, con algún grado de razonabilidad, pretendían anticiparse a lo que recientemente ha acontecido con la República Argentina como caso testigo.

Si la crisis de la deuda argentina no encuentra correlato en la definición de alternativas legales y/o contractuales de alcance mundial que permitan en el futuro poner a resguardo procesos de re-estructuración de deudas soberanas efectivizadas, tales procesos no se producirán – por el caso argentino como precedente-, imposibilitando a los países afectados a corregir sus propios desequilibrios macroeconómicos que derivan de estadios previos de altos e insostenibles niveles de endeudamiento.

## 2. LA NATURALEZA COMPLEJA DEL PROBLEMA: LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA.

La experiencia vivida por Argentina permite contextualizar el problema que se pretende evitar que acontezca a futuro. En este escenario, el problema de cómo enfrentar niveles de deuda soberanas insostenibles se hizo más evidente a fines de los años ´80, profundizándose luego en los años ´90 cuando, particularmente en la segunda década, los flujos de capital hacia los países, particularmente emergentes, descansó en grado sumo en préstamos de bancos privados –que aumentaron mucho más que los flujos oficiales- para, en segundo lugar, estar anclados casi mayoritariamente en fondos privados bajo la forma de bonos. Es opinión de diversos autores que es este último esquema de financiamiento el que ha generado incentivos perversos para manejar y resolver niveles insostenibles de deuda soberana.

Una deuda soberana adquiere el calificativo de insostenible cuando la relación Deuda/PBI o Deuda/exportaciones no se estabiliza o, más bien, generando tensiones fiscales, por la mayor carga que la deuda genera en los presupuestos públicos, que tienen impacto multiplicador a nivel macroeconómico global de dicho país. Por supuesto que un aumento de la deuda soberana puede estar explicado por varias razones aunque, sin lugar a dudas, se puede expresar que, ceteris paribus, existe una relación directa entre aumento en el endeudamiento y déficit fiscal. Y este último es uno de los elementos que componen o determinan el saldo de la cuenta corriente.

Desde esta perspectiva, ¿cuál es la relación entre déficit fiscal y tasa de interés? Pues, si el desequilibrio externo del país, fruto de un elevado déficit fiscal, es muy alto como para despertar dudas con respecto a la capacidad de pago de las deudas del país, la tasa de interés a la cual se podrá colocar nueva deuda para pagar la vieja -más los intereses, en caso que los mismos sean capitalizados- será más elevada. Ahora bien, mayores déficits fiscales implican tasas de interés crecientes. Sin embargo, esto tiene un límite ya que los acreedores del país no estarán dispuestos a financiar cualquier déficit. Es decir, se puede considerar que existe un déficit máximo al partir del cual, su suba implica un corte de financiamiento para la totalidad de la deuda soberana. El siguiente gráfico muestra esta situación, que comentamos a continuación



efecto sustitución que genera la absorción de fondos para el financiamiento estatal.

En ese contexto, el país puede tratar de aumentar la recaudación de impuestos o adoptar otras medidas para garantizar el pago del servicio de la deuda, esquemas que reducen el crecimiento económico con lo cual se endogeneiza la relación creciente entre Deuda y PBI (por aumento en la primera y caída en la segunda, ambas en forma consecuyente), ya que la suba en la tasa de interés aumenta el costo total de la deuda, reduciéndose el superávit y/o aumentado el déficit, ambos primarios. Este último, como vimos, es el principal componente del financiamiento del servicio de la deuda.

Cuando la suma de la tasa de crecimiento real de la economía y del superávit/déficit primario es menor que los pagos de intereses, ambos expresados como porcentaje del PBI, la relación Deuda/PBI crece sin límites. El mercado, anticipándose a tal situación, restringe el financiamiento a ser otorgado con lo cual el país cae necesariamente en un default de sus compromisos externos ya que no puede asegurar ni siquiera el rescate de los bonos viejos por nuevos.

Una vez iniciado este proceso, que implica la definición de cómo se reparten las pérdidas entre acreedores y deudores, la re-estructuración de la deuda soberana debe conducir a que se convalide el menor Valor Actual de la misma, producto del reconocimiento de la menor capacidad de pago real del deudor, en relación a su Valor Nominal. Es así como se puede considerar, como criterio de definición, que el monto del Valor Actual de la Deuda al cual se arribe debe ser aquel donde el nivel de superávit fiscal inter-temporal que se calcule permita el repago de los nuevos servicios de intereses luego de la re-estructuración encarada. Este último, por supuesto, aumentará vía un mejoramiento en las perspectivas de crecimiento de la economía que se obtienen al bajar las tasas de interés reales que financiarán la amortización de la nueva deuda.

Por otro lado, la evolución registrada en los principales financistas de deudas soberanas, al pasarse de acreedores bancarios y/o organismos multilaterales de crédito a financistas privados ha dificultado y, por ende, ha generado costos de negociación entre acreedores y deudores más altos. En la actualidad, la proporción de deuda pública externa en manos de acreedores privados alcanza a casi el 80% del total de deudas soberanas. Y si bien la diversificación de las fuentes de financiamiento es un hecho saludable porque favorece el poder de negociación del deudor, sin embargo, puede convertirse en un obstáculo al renegociar una reestructuración, ya que puede resultar más difícil coordinar la actividad de los tenedores privados de bonos que cuando los mismos están concentrados en poco acreedores bancarios. En consecuencia, las asimetrías de información respecto de la capacidad crediticia del deudor que normalmente el intermediario financiero reduce, vuelven a exacerbarse y por este motivo se ha

asistido al desarrollo de nuevas formas de evaluación del riesgo con base en disciplinas de mercado, donde juegan un rol creciente agencias calificadoras y analistas especializados.

A lo antes expuesto, se le debe sumar la creciente diversidad de instrumentos de deuda y de instrumentos financieros derivados que están en juego. A diferencia de éstos últimos, es de destacarse que los tenedores privados de bonos prefieren mantener una relación de corto plazo con los deudores, teniendo más incentivos a demandar a los acreedores morosos, como se observa en el caso argentino.

En ese contexto se puede considerar que una reestructuración ordenada y sin demora de la deuda cuando su nivel es insostenible puede beneficiar tanto a los acreedores como a los deudores y, lo que es más importante aún, permitirá evitar los costos que un proceso no ordenado y tipificado por las partes genera en ausencia de tales consensos contractuales. Epstein (2012) destaca las siguientes características que en promedio se han observado en los procesos de re-estructuraciones de deuda soberanas encaradas:

- a) A través del análisis de 90 defaults y re-estructuraciones concertadas en 73 países, las negociaciones tienen una duración promedio de más de 7 años, produciendo pérdidas promedio de 40% para los acreedores y logrando un alivio limitado para los deudores.
- b) Se deben coordinar diversos intereses, particularmente los de algunos tenedores de bonos que no están predispuestos a una reestructuración de su deuda. En ese contexto, la condonación de la deuda requiere un mecanismo de coordinación que obligue a todos los acreedores a aceptar pérdidas nominales. Sin un mecanismo de este tipo, cada acreedor individual preferiría no participar de la reestructuración mientras otros cancelan parte de sus créditos.
- c) Se asiste a falta de financiamiento privado durante el proceso de reestructuración, que profundiza la crisis y reduce aún más la capacidad de pago, ya que durante el período de reestructuración los países podrían necesitar acceso a fondos externos.
- d) Cuando un país se acerca al inicio de sus dificultades financieras, las nuevas emisiones de deuda puede hacer daño a acreedores existentes, por un problema conocido como "seniority" o prioridad en la escala cobro.

Por ende, la complejidad y dificultad para conducir procesos ordenados de salida ante un default requiere de medidas urgentes para limitar los efectos colaterales de estos procesos.

Por otro lado, es también de opinión casi unánime que un acuerdo en la materia contribuiría a aminorar la ocurrencia de crisis de deuda futuras porque los mercados otorgarían menos crédito a los países con coeficientes de endeudamiento elevados en relación a su PBI, con lo cual se generarían los incentivos adecuados para que los países inicien

procesos de corrección de los desequilibrios conducentes a tal situación, para evitar caer en un cierre total al finamiento externo.

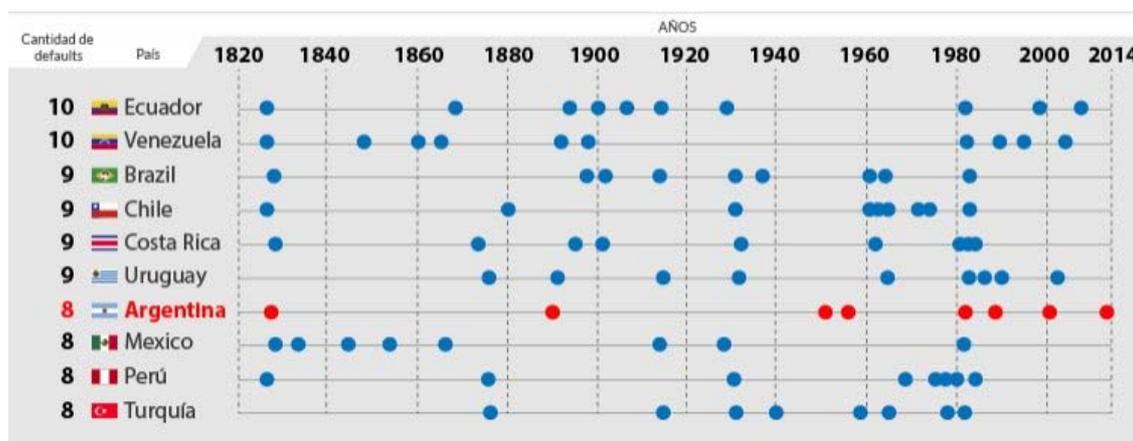
Sin embargo, es de destacarse que cualquier propuesta a establecerse como salida no generaría rápidamente una re-estructuración fácil ya que incluso una reestructuración ordenada puede provocar perturbaciones económicas considerables cuando el proceso de corrección de desequilibrios macroeconómicos contempla medidas y planes que fuerte impacto en lo monetario, fiscal y el sector externo.

### 3. BITÁCORA DEL DEFAULT DE ARGENTINA EN EL 2014: DISPARADOR DEL CAMBIO.

El presente documento llama la atención sobre los problemas que tienen los países luego de atravesar fenómenos de incumplimientos en sus compromisos de pagos para normalizar las relaciones con sus acreedores de modo de conducir a sus niveles de endeudamientos a niveles sostenibles, tanto en términos macroeconómicos como de estricto cumplimiento de sus servicios regulares de amortización del capital adeudado más intereses. Argentina es, en estos momentos, el caso a analizar aunque no es el único si se toma en cuenta los diversos episodios que en la materia han ocurrido en los últimos doscientos años. El siguiente gráfico muestra tal frecuencia de estos fenómenos, situación que, a partir de su regularidad, obliga a re-plantear el tema objeto de investigación.

Gráfico 2:

#### Los Diez Países con Mayor Cantidad de Default Soberanos



FUENTE: [www.infobae.com](http://www.infobae.com) a partir de [www.economist.com](http://www.economist.com).

El denominado "Juicio del Siglo" en el que un grupo de holdouts obtuvieron un fallo favorable del Juez del Segundo Distrito de la Ciudad de New York contra Argentina se basó en la aplicación, por parte del mencionado magistrado, de la cláusula pari passu. Esta cláusula, que aparece en la mayor parte de las emisiones de deuda soberana implica un "un trato igualitario para aquellos bonistas de un país que entren o no entren a un canje de deuda pública".

Argentina quedó expuesta a esta cláusula al realizar el primer Canje de su deuda soberana, en marzo de 2005, como luego en el segundo Canje, en octubre de 2010. En dicha operatoria hubo un 93 % de acreedores que aceptó la re-estructuración ofrecida por el gobierno argentino pero un 7% restante no lo hizo, obteniéndose una quita en el valor nominal del total de la deuda re-estructurada del orden del 46% (Müller, 2013). El siguiente gráfico muestra la situación, a junio del presente año, del stock total de deuda del país así como los montos pendientes de resolución.

Gráfico 3:  
**Stock Total de Deuda Soberana de Argentina**  
**-A Junio/2014-**

<b>Deuda bruta y neta</b>		
<i>En miles de millones de u\$s y % del PBI</i>	Jun-14	
	Stock	% PBI
<b>Total deuda bruta</b>	<b>207,6</b>	<b>41,7</b>
<b>Total deuda neta</b>	<b>85,9</b>	<b>17,3</b>
<b>Sector privado</b>	<b>57,5</b>	<b>11,6</b>
En u\$s	45,0	9,0
En \$	12,5	2,5
Con CER	8,6	1,7
Sin CER	3,9	0,8
<b>Org. internacionales</b>	<b>28,4</b>	<b>5,7</b>
FMI BM BID etc.	18,7	3,8
Club de París y otros	9,7	1,9
<b>Intra sector público</b>	<b>121,7</b>	<b>24,5</b>
BCRA	69,0	13,9
Anses	35,0	7,0
Banco Nación y otros	17,7	3,6
<b>Pendiente de renegociación</b>	<b>16,0</b>	<b>3,2</b>

FUENTE: <http://www.diariobae.com/>

Tras el primer fallo negativo emitido por el Juez Griesa, Argentina apeló el mismo en la Cámara de Apelaciones del mismo distrito, obteniendo de nuevo un resultado negativo. Por ende, el último camino fue

presentar un recurso de amparo ante la Corte Suprema de los Estados Unidos, la cual se negó a tomar el caso por lo que el fallo inicial del Juez Griesa quedó firme.

Como el país no ha saldado el monto asignado por el Juez Griesa a estos holdouts, estimada en unos U\$S 1.660 millones (incluyendo capital adeudado, intereses y punitivos), el país entró en un default parcial de su deuda al bloquear el Juez fondos por U\$S 532 millones que el país depositó en el Bank of New York Mellon, su agente fiduciario, para pagar el servicio de un bono en particular a sus acreedores, hasta tanto no se arregle primero con los holdouts. En ese marco, el magistrado declaró al país en desacato.

EL país se niega a efectuar cualquier con los holdouts porque está imposibilitado de efectuar una mejora por encima de la que recibieron los bonistas que sí entraron a los sendos canjes de deuda efectuados en los años 2005 y 2010 por la existencia de una cláusula que se incorporó en los contratos firmados en dichos canjes, denominada RUFO (cuya sigla en inglés es right upon future offers). Esto implica que, si el gobierno mejora la oferta al 7 % de los bonistas que no entraron al canje hasta ahora, tiene la obligación de hacer lo mismo con el 93% de acreedores que sí aceptaron los Canjes antes mencionados.

Dicha cláusula vence el 1 de Enero del 2015 con lo cual el país debería esperar recién a la caducidad de la RUFO como para ofrecer una oferta que sea de consenso con los holdouts pero por encima de lo que el país puede ofrecer hoy como valor presente de los títulos que los bonistas que no entraron al canje tienen en sus manos.

Por otro lado, el problema no termina con estos acreedores. Se considera que existen reclamos de otros holdouts que en cascada reclamarán al país un arreglo similar al que encuentre con los holdouts que sí ganaron el juicio en el Juzgado de Griesa por una suma cercana a otros U\$S 16.000 millones, con lo cual el país debe idear una estrategia de conjunto para solucionar el problema total de estos acreedores. Sin embargo, la oferta que hará Argentina en adelante por la deuda que falta arreglar es un tema aparte a la redacción de este artículo.

La pregunta fundamental es por qué Argentina arriba a esta situación luego de que re-estructurara gran parte de su deuda soberana (U\$S 112.000 millones) caída en default en los canjes de los años 2005 y 2010. Es oportuno brindar algunos comentarios al respecto.

Argentina propone el canje de bonos viejos por nuevos tanto bajo jurisdicción extranjera –mayoritariamente- como con la cláusula RUFO, de modo de generar incentivos para una alta adhesión al canje. En el primer caso, y hasta su vencimiento, el gobierno argentino no puede cambiar la jurisdicción de pago de los bonos, como intenta hacer tras la sanción de la Ley de Pago Soberano que traslada el domicilio de cobro desde el Bank of New York Mellon a Nación Fideicomiso y que ha sido

prohibido por el Juez Griesa. Esta subordinación de la reestructuración de deuda a la justicia extranjera buscaba darles seguridad jurídica a los inversores. Por lo tanto, si la Argentina quiere cambiar el lugar de jurisdicción de los bonos con legislación extranjera con Nueva York, Europa o Japón, o si no se pagan los vencimientos de los bonos, puede incurrir en una falta y caer en lo que se llama "default técnico".

Por otro lado, es de destacarse que las Cláusulas de Acción Consentidas (en adelante, CAC) fueron incorporadas en los bonos de Argentina emitidos bajo ley extranjera en sendos Canjes más no así la tienen los bonos emitidos bajo ley Argentina. En ese contexto, las CAC están presentes en casi un 85% de todas las series afectadas y 66.6% (dos tercios) de cada serie. Por ende, el litigio encarado por parte de los holdouts afecta sólo a una pequeña parte de la deuda total reestructurada.

Numerosas opiniones al respecto indican que el Ministro de Economía en el año 2005, Roberto Lavagna, no incluyó cláusulas de tipo Cláusulas de Salida Consentidas (en adelante, CSC), a pesar de las malas experiencias que podían ser obtenidas a nivel mundial en esos momentos, tanto por las potenciales demandas judiciales que podría recibir antes de abrir el canje (con lo cual se hubiera complicado aún más la re-estructuración que se pretendía llevar a cabo) como por el bajo nivel de adhesión que obtendría. Por ende, el Ministro habría priorizado obtener, con las condiciones antes analizadas, un nivel de adhesión elevado para luego, por presión, negociar con más fortaleza un acuerdo razonable con los holdouts. Esto implicaba abrir el canje más adelante, como sucedió en el 2010 y, al mismo tiempo, sancionar una ley que prohibiera al Estado Nacional arribar a un acuerdo por encima de lo concretado en los canjes y por encima de la cláusula RUFO. La denominada Ley Cerrojo impide aún, más allá de la caducidad de la cláusula RUFO, generar tal oferta.

Como los hechos lo demuestran, los holdouts que litigaron en el Juzgado de Griesa no vieron en el contexto argentino los incentivos adecuados como para desistir de sus demandas. Y el juez Griesa les dio la razón.

### 3.1. Otros casos de resolución de deudas soberanas en Default.

No sólo Argentina tuvo problemas con su deuda soberana como lo vimos en la sección previa. Es intención, de la presente sección, mostrar otros casos y la forma en que se enfrentó el problema. Entre esas experiencias, en primer lugar, analizaremos a Rusia. Durante los años 1997 y 1998, el precio del petróleo cayó con fuerza y el país experimentó una abrupta reducción en los ingresos por exportación, situación que llevo a que, a mediados de Julio de 1998, los servicios de la deuda superaran el billón de dólares y las tasas de interés de mercado de los bonos se dispararan producto el enorme aumento en la prima de riesgo-país. La fuerte tensión en el mercado cambiario y

bancario obligó al gobierno a instrumentar un programa de intercambio voluntario para convertir deuda de corto plazo -denominada en rublos- en deuda en moneda extranjera de largo plazo.

Sin embargo, el programa de intercambio no tuvo una buena aceptación, logrando una baja tasa de adhesión por parte de los acreedores ya que, entre otros inconvenientes, el país perdió p acceso a los fondos del FMI por lo que el programa de ajuste requerido para sustentar inter-temporalmente el nuevo umbral de deuda objeto del canje no gozó de la credibilidad necesaria, al mismo tiempo que se agudizaba la escasez de reservas y se anticipaba una devaluación de la moneda doméstica. El país, en ese marco, declaró la cesación de pagos el 17 de Agosto de ese año, iniciando luego un proceso de renegociación de la deuda interna en Mayo del año siguiente así como de la deuda externa en Agosto del 2000.

En el caso, de Ecuador, el mismo anunció la suspensión de pagos de sus bonos Brady, luego de verse su economía afectada por varios shocks adversos a nivel externo e interno, incluyendo daños por inundaciones, reducción en la entrada de capitales y una crisis bancaria sistémica, que estalló entre 1998 y 1999. El rescate generalizado de los bancos no evitó la crisis monetaria que se desató a principios de 1999, con la consecuente caída de las reservas internacionales del país, a lo que debió sumarse ña elevada carga de deuda pública de alrededor del 100% del PBI, lo que hizo cada vez más difícil cumplir con el pago de los servicios de la deuda. Tras entrar en default, el gobierno preparó una oferta de canje de bonos respaldado por el FMI, lanzado en Julio del 2000.

Sin embargo, el país declara un nuevo default en Noviembre de 2008, a pesar de que ni sufría una profunda crisis económica ni fuerte presión financiera como del hecho que el ratio deuda pública/PBI era de sólo 23%. Lo que sucedió fue que una Comisión de Auditoría del Gobierno declara a dos bonos como deuda "inmoral, ilegal e ilegítima", decidiendo suspender los pagos los vencimiento en los años 2012 y 2030. En Noviembre del 2009, el gobierno lanza varias rondas de recompra de deuda en efectivo, obteniendo una quita de entre el 65% y el 70% de su valor nominal, con un nivel de adhesión del 95% de los bonos en circulación.

Por último, para Granada, a finales de 2005 se llevó a cabo la reestructuración de su deuda, luego que un huracán causara graves daños económicos, fenómeno que afectó en gran medida los medios de subsistencia y el sector turístico del país y que obligó a que el canje fuera lanzado un año antes para ganar tiempo en la reconstrucción de las industrias clave del país. El canje lanzado logró así una tasa de participación de 97% de los acreedores.

Analizando la experiencia de República Dominicana, entre 2002 y 2003 se detectaron en varios bancos importantes numerosas situaciones de

fraude y pérdidas a gran escala, situación que desencadenó una importante corrida bancaria y una crisis financiera, llevando al gobierno a instrumentar un programa de apoyo al sector con recursos obtenidos por colocaciones de bonos en el exterior. Sin embargo, los esfuerzos de rescate no evitaron una aguda depreciación de la moneda nacional así como el aumento de la tasa de inflación, de la relación deuda/PBI así como de una fuerte reducción en las reservas internacionales. En Agosto del año 2004, el gobierno adoptó una estrategia de resolución de la crisis que implicaba una re-estructuración de la deuda externa, lanzando, en Abril del año siguiente, una oferta de canje de bonos que no incluían un recorte del capital pero sí una extensión en los vencimientos, propuesta parecida a la instrumentada por Uruguay, como veremos en la próxima sección.

En la gran mayoría de los casos de reestructuración recientes en América Latina, los procesos implementados usaron cláusulas en la cual la totalidad de los bonistas se obligaban a aceptar las condiciones aceptadas si se superaba el 75% de los inversores en caso de una re-estructuración de deuda. De esta manera, las "Cláusulas de Acción Colectiva", como veremos en la próxima sección, son cada vez más frecuentes en las nuevas emisiones.

Por otro lado, el FMI trató de impulsar algunas alternativas para los distintos casos de re-estructuración soberanas aunque fueron rechazadas por los Estados Unidos, entre otros países, aunque, en la actualidad, vuelven a ser objeto de promoción por parte de dicha entidad, como veremos luego. En Noviembre del 2001, Anne Krueger, Sub-Directora Gerente de la entidad propuso un mecanismo para hacer frente a una negociación compulsiva de la deuda soberana al prever la creación de una primera instancia similar a la ley de quiebras para el sector privado. Como no prosperó, se debe, entonces, avanzar tanto en cláusulas que contemplen situaciones de re-estructuración como en la creación de foros de negociación entre deudores y acreedores. Estos puntos serán analizados a continuación.

#### **4. OPCIONES DE RESOLUCIÓN DE DEUDAS SOBERANAS EN DEFAULT.**

Como antes se contempló, una deuda insostenible requiere de su re-estructuración a través del cambio de bonos en circulación por bonos nuevos con quita en el Valor Nominal de los primeros, de modo de nivelar el mismo con su Valor Presente Neto, que evalúe la capacidad de repago del emisor de los mismos. En ese contexto, el canje de bonos implicaría la emisión de una serie de nuevos títulos cuyo valor corresponda a una fracción del valor de los existentes, con vencimientos más cortos e intereses más altos aunque también se pueden ofrecer bonos a la par, con un valor nominal idéntico al de los

que se rescatan pero con vencimientos más largo y tipos de interés menores.

Más allá del caso particular de Argentina que se debate en la actualidad, el antecedente mediato de la controversia presentada en el actual documento lo brindó la crisis mexicana de 1995, que abrió una intensa discusión en los foros académicos y políticos internacionales, con la participación del Fondo Monetario Internacional (FMI), los restantes organismos multilaterales y los países del G20, entre otros, respecto a una amplia gama de temas vinculados con la reforma y regulación de la arquitectura financiera mundial, en particular, los procesos e instrumentos vinculados con re-estructuraciones no traumáticas de deudas soberanas. En ese marco, se comenzaron a analizar las oportunidades para generar mecanismos que, además de resolver los problemas de coordinación, permitieran aumentar la participación del sector privado en la resolución de tales problemas, como modo de disminuir los problemas de riesgo moral derivados de los paquetes de rescate implementados por los organismos multilaterales.

La participación de los acreedores privados como oficiales o públicos en la generación de una metodología de reestructuración de deuda lo menos costosa posible se basa en la creencia de que, bajo una creciente valoración del hecho de que cada acreedor asuma la responsabilidad por su propia evaluación del riesgo, la re-estructuración a ejecutarse debería generarse minimizando a anulando los bail-outs o rescates de un sector respecto del otro.

Lo antes mencionado es importante de tenerse en cuenta porque una vez que se alcanza el punto a partir del cual la capacidad de pago de un deudor es puesta en deuda, la pérdida respectiva de confianza acota su capacidad de acceso a nuevo endeudamiento, con lo que se agrava el problema de la deuda soberana al no poderse realizar roll-over de la deuda que vence. En estos contextos, la situación se vuelve rápidamente inmanejable y escapa del control de los deudores con lo cual sería deseable contar con un mecanismo pre-establecido y/o pre-acordado de negociación para minimizar las pérdidas que se ocasionen.

Es claro y contundente expresar que cualquier procedimiento de re-estructuración de deuda soberana que pretenda ser una alternativa razonable, de bajo costo y no traumática –en términos legales y económicos, en particular, para el país deudor- debería básicamente basarse en los siguientes ejes: a) permitir una negociación ordenada con la totalidad de los acreedores, con trato igualitario a través de sus diferentes clases; b) alinear sus incentivos, minimizando o aún eliminando los comportamientos de free-riding; y c) mantener el acceso de la economía cuya deuda está siendo sometida a una redefinición con sus acreedores a los mercados de capital durante y después del proceso de renegociación. Esto último exige que no hayan dudas con respecto a sus fundamentos económicos, de modo que el nivel de quita que se practique a la deuda con problemas sea sostenible.

Luego de la declaración del default de la deuda soberana de Argentina a principios del año 2002, se plantearon, a nivel mundial, dos mecanismos alternativos, que hoy vuelven con fortaleza al debate acerca de cómo lograr acuerdos sustentables entre acreedores y deudores de modo de evitar la situación que atraviesa dicho país en la actualidad. Estos mecanismos son, por un lado, las denominadas "Cláusulas de Acción Colectiva", (en adelante, CAC), que son usuales en los procesos de re-estructuración de deudas del sector privado, como, por otro lado, la generación ya de un marco normativo más amplio como el brindado por el "Mecanismo de Resolución de Deudas Soberanas", (en adelante, MREDS), ya con un alcance mayor y a nivel global<sup>1</sup>.

Por último, se puede contemplar la aplicación de las "Cláusulas de Salida Consentida" (en adelante, CSC), para bonos ya emitidos y que no tienen acceso a las dos alternativas antes enunciadas. Veamos, brevemente, las opciones antes vertidas. Veremos, a continuación, un breve desarrollo al respecto.

#### 4.1. Las cláusulas de acción colectivas.

Las CAC fueron impulsadas primeramente por el Subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos, John Taylor como una extensión de las cláusulas de acción colectiva incluidas en la jurisprudencia inglesa a un variado espectro de instrumentos financieros, incluidos los préstamos bancarios. La idea básica de este mecanismo es regular la forma en que los acreedores interactuarían entre ellos, no sólo a nivel de instrumento individual sino también como clase -en función de cláusulas de agregación-, y con el deudor, en el marco de un proceso de renegociación de deuda soberana.

Las CAC operan sobre la emisión de un bono en particular cuando, vía su contemplación en el contrato suscripto entre el deudor y el acreedor, la misma permite que una determinada mayoría de tenedores de dicho bono acuerde o lidere una cierta re-estructuración que implique el intercambio de bonos viejos por nuevos y que se haga extensiva el resto de los acreedores que inicialmente no aceptaron tal operatoria. Como efecto colateral de su instrumentación, las CAC impedirían lo que se desea evitar, esto es, que los acreedores que no ingresaron al canje bloqueen las negociaciones que se encaren, facilitando así y acelerando los procesos que se encaren.

Lo antes expuesto permite destacar que el objetivo declarado de las CAC es concentrar poderes en una mayoría de tenedores de bonos, que tendría la autoridad para imponer una reestructuración que sometería a

---

<sup>1</sup> Ambos mecanismos fueron anunciados por la Sub-directora del FMI, Anne Krueger, a través de su discurso emitido en la Ciudad de México el 12 de Noviembre de 2002 (Citado por Fatorelli, 2012).

todos los tenedores de bonos y países deudores bajo sus decisiones. Desde esta perspectiva, algunos autores como Fattorelli (2012), exponen algunos efectos colaterales de este mecanismo que bien deberían ser tenidos en cuenta ya que el objetivo no declarado es proteger los intereses de los acreedores en relación a los deudores. En primer lugar, todo el poder de la negociación, tras su activación, recae en la mayoría que se reúna (en algunas emisiones recientes, la CAC implica, para su activación, una mayoría de tenedores de más del 80% de su totalidad) para proceder a liderar el proceso de re-estructuración de los bonos en default, situación que bien puede implicar pérdida de maniobra para los países emisores de dichos títulos y/o imponer arreglos financieros en los cuales el país en cuestión no esté de acuerdo.

Por otro lado, también está en discusión a qué valor se produce el cambio de títulos o si bien se hace a su valor de mercado, situación que podría generar operaciones de especulación una vez que el mercado anticipa qué bonos van a observar una activación de sus CAC. También se debe mencionar que la cláusula determina que, en el caso de no-pago de cualquier parte de una determinada serie de títulos de deuda externa re-estructurada, los acreedores podrán declarar inmediatamente vencidos el principal, los intereses y todos los demás valores adeudados sobre los títulos de deuda de aquella serie, es decir, se declararía toda la deuda de plazo vencido, aún cuando no esté vencida.

Por ende, y a partir de todo lo antes expuesto, si bien las CAC implican un avance notable en la resolución de los conflictos que se generan cuando un bono entra en default, demuestran claramente el diseño de incentivos que se generan para el país emisor de tal título, donde si bien actúan como “una segunda oportunidad”, dejan claro que la misma tiene precio para el deudor, sin importar las relaciones de reciprocidad y co-responsabilidad que se producen cuando se otorga financiamiento a un título de dudosa capacidad de pago.

Las CAC, por otro lado, no escapan a los problemas de instrumentación que surgen por las características propias del financiamiento al cual acceden los Estados soberanos como gran variedad y número de acreedores, frecuente imposibilidad de dar el mismo tratamiento a todos los acreedores, el papel que juegan los organismos internacionales y la diversidad de los factores políticos y geo-estratégicos de cada país en particular, como fue contemplado en la sección previa de este documento.

#### 4.2. El mecanismo de resolución de deudas soberanas.

Como consecuencia de lo antes expuesto, en el año 2003 y a propuesta del FMI, se alentó fuertemente la creación del MREDS como marco normativo a establecerse a nivel mundial para diferendos de la naturaleza descrita en este documento, con el propósito de conducir a

re-estructuraciones ordenadas y oportunas temporalmente de deudas soberanas en default.

El MREDS tiene un alcance mayor que las CAC ya que el mismo no se aplicaría a un sólo un bono en particular sino sobre la totalidad de bonos e instrumentos de deudas soberanas emitidas por un país. En ese marco, el MREDS también requiere de una cierta mayoría de acreedores que imponga las nuevas condiciones de re-estructuración al resto de los acreedores.

Muchos autores consideran que este mecanismo tiene un efecto similar a muchas legislaciones nacionales que regulan los procesos de quiebra empresarial, que permite agregar todos los créditos de una empresa a efectos de la votación de los acreedores. Por ende, el MREDS exigiría la constitución de una instancia centralizada de solución de disputas a nivel mundial que permite verificar las acreencias, garantizar la transparencia e integridad del proceso de votación entre los acreedores y resolver las controversias que se planteen en su seno, generando así un ámbito creíble para una negociación más ordenada.

La activación del MREDS permitiría la suspensión automática de los litigios al mismo tiempo que debe ser activado a petición del deudor siempre y cuando se demuestre que el nivel de deuda es insostenible y, por ende, requiera de una adecuación forzosa y voluntaria. Es de destacarse que los acreedores no tendrían en este esquema un rol pasivo ya estarían facultados para declarar que el país en cuestión no ha negociado de buena fe con lo cual, arribada esa instancia, la suspensión del litigio caería con lo cual se vuelve a la situación previa al momento de la activación del MREDS.

#### 4.3. Las cláusulas de salida consentida.

La falta de aplicación en los contratos de deuda de las CAC así como la ausencia de un MRDES generó la posibilidad que acreedores no conformes con algunos canjes de deuda realizados, como el argentino, iniciaran acciones legales contra el deudor para cobrar la totalidad de las acreencias en sus manos. Numerosas experiencias pueden encontrarse en la literatura sobre la materia contemplada en este artículo. Por ende, muchos países que habían emitido deuda sin CAC comenzaron a aplicar las CSC que, a diferencia de las primeras, se imponen por ciertas mayorías de votos, diferentes en las distintas jurisdicciones en las que se litigan, a partir de la oferta de canje de los bonos en circulación por bonos re-estructurados.

En este contexto, las CSC permiten debilitar los mecanismos de reclamo judicial de los bonos viejos que quedan en manos de los acreedores que no han participado de los canjes de deuda efectuados. Y, lo que es más interesante es que estas cláusulas permiten el cambio de jurisdicción desde, por ejemplo, juzgados internacionales a domésticos con lo cual el manejo de estas situaciones es siempre más propicia y/o benevolente

para el deudor. Por ende, estos aspectos existen mayores incentivos para participar de los cambios de bonos efectuados.

#### 4.4. Un cuarto "camino": CAC + mecanismo de ajuste de la deuda soberana.

Existe un cuarto camino y es el que involucra a un nuevo rol propuesto para que sea desarrollo por organismos financieros internacionales como el FMI, sin que esto implique la postura oficial de este organismo, que sí apoya la aplicación simultánea de las CAC como del MREDS. Esta propuesta residiría en coordinar la utilización de las CAC junto a la creación de un Mecanismo de Ajuste de la Deuda Soberana (SDAF, por sus siglas en inglés) por parte del FMI, que combinaría los préstamos del mismo más la re-estructuración de la deuda en default.

La propuesta antes mencionada requeriría que el FMI estableciera los criterios en virtud de los cuales los países fuesen elegibles para un SDAF en forma similar a la de los criterios establecidos para la calificación de la iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados, un programa establecido a mediados de los años '90, para seleccionar a algunos países de bajos ingresos para el alivio de la deuda. En ese marco, se argumenta que la principal característica de este mecanismo alternativo sería la creación de un instrumento de compromiso que impediría al FMI financiar a los países con una dudosa sostenibilidad de la deuda. Esto implica definir tales criterios y, por ende, introducir "ruidos" en el acceso o no a tal ventanilla de arreglo financiero.

#### 4.5. La salida "a la Uruguay".

Por último, un camino interesante lo mostró Uruguay cuando re-estructuró su deuda con problemas de pagos. La propuesta fue la siguiente: correr la fecha de los pagos de deuda por el mismo período para todos los vencimientos, manteniendo el orden original y contabilizando los intereses. Así, logró una adhesión del 93% en sólo 45 días. En este caso, no hubo ni quita del Valor Nominal ni del Valor Presente de la deuda por lo que no se iniciaron litigios judiciales ante una violación en los contratos de deuda por parte de dicho país.

Como vemos, existe un amplio menú de alternativas que dependerán de cada caso, de cada contrato de emisión de deuda como de cada país a la hora de implementarse salidas ordenadas a procesos de deudas insostenibles.

#### 4.6. Dos últimas alternativas.

A título de cierre de la presente sección, se puede mencionar dos últimas alternativa a las propuestas antes presentadas. Por un lado, Lerrick y Meltzer (2001) proponen la existencia y fortalecimiento de un prestamista de última instancia internacional para que, en caso de que

las negociaciones entre acreedores y deudores no conduzcan a un arreglo ordenado de las deudas en default, se genere un mecanismo a partir del cual se limite o acote el alcance de las pérdidas que se derivan de tal proceso, a partir del respaldo de un organismo internacional como el FMI. Con dicho aval, el país con problemas de sostenibilidad de su deuda accedería a financiamiento para adquirir al sector privado los bonos públicos en su posesión a un precio determinado, el cual podría ser el de mercado, que incorporaría una importante quita al momento previo a la oferta de recompra en los mercados secundarios.

Si bien la propuesta implica un “paso hacia adelante” en la resolución global del problema, no se resuelven de manera solvente los problemas de riesgo moral, de litigio judicial y/ coordinación entre los acreedores, dejándose también de lado mecanismos de prevención futura de crisis. Por otro lado, Bartholomew, Stern y Liuzzi (2002) proveen una solución original y basada en aspectos de mercado ante la ausencia de un esquema regulatorio que brinde un marco de resolución de disputas predecible. Los autores proponen que los países que se aproximen al nivel a partir del cual deben emprender una reestructuración de su deuda soberana debería, en primer lugar, crear las condiciones para canjear la deuda preexistente por un conjunto homogéneo de instrumentos o Certificados Provisorios (o IDC, como es denominado por los autores) para que, en una segunda etapa, se discutan los términos exactos de la re-estructuración, apalancados en una serie de incentivos otorgados a los acreedores como pagos en efectivo o hasta la propia utilización de las CSC.

Dichos instrumentos deberían ser muy líquidos para facilitar la salida de aquellos acreedores que lo deseen al mismo tiempo que deberían convertir o fundir los distintos bonos en uno sólo de modo tal de alinear los incentivos de los diferentes tenedores que aún mantienen tales títulos en su poder. Por otro lado, los autores expresan que, en su diseño, no pagarían interés pero lo capitalizarían hasta la re-estructuración definitiva, al mismo tiempo que tendrían un plazo de maduración muy corto a efectos de darle a sus tenedores igualdad de condiciones con otros tenedores de bonos que puedan elegir el camino del litigio judicial.

La inclusión de las CAC procede para que, al momento de que la deuda original sea canjeada por los IDCs, se permita un eficiente proceso de re-estructuración entre el deudor y los diferentes acreedores al exigir ciertas mayorías pre-establecidas como la integración del comité o consejo de representación de los acreedores, que evalúe la capacidad fiscal de repago de la nueva deuda como su sostenibilidad en el tiempo.

## 5. BREVES CONCLUSIONES: LECCIONES TRAS EL CASO ARGENTINO.

Se puede concluir que las deudas insostenibles deben ser reestructuradas, de un modo u otro, en algún momento preciso, de modo de evitarse las pérdidas de capital que sufren los acreedores como los agudos procesos de corrección de desequilibrios macroeconómicos que los países deudores deberán implementar, necesariamente, como complemento a las propuestas de reestructuración de las deudas soberanas encaradas. La minimización de dichos costos debe partir tanto de la implementación de nuevos cuadros normativos a nivel mundial como de mecanismos precisos que se deben incluir en los contratos de deuda que se emitan.

En el marco antes descrito, un proceso que permita a los acreedores preservar mejor el valor de sus créditos, y a los deudores reducir al mínimo la pérdida de producción durante el período de la reestructuración es beneficioso tanto para los acreedores como para los deudores.

En este sentido, recientemente el Fondo Monetario Internacional publicó lo que es su punto de vista en la materia a través del fortalecimiento del marco contractual para abordar problemas de acción colectiva encaminada a lograr procesos exitosos y sostenibles de reestructuración de la deuda soberana, en consonancia que lo expuesto por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés). En primer lugar, se propone modificar la cláusula *pari passu* en los bonos soberanos para evitar que el emisor pague a los acreedores en forma equivalente o proporcional, discriminando así entre tenedores que sí entraron al canje de deuda vs. los que no lo hicieron.

Por otro lado, se contempla la inclusión de una CAS ampliada, esto es, que genere un mecanismo automático de “agregación de acreedores” para resolver con mayor eficacia y rapidez los problemas de acción colectiva. Por último, se considera de qué manera el FMI puede promover el uso de estas cláusulas modificadas en las futuras emisiones de bonos soberanos internacionales, señalándose, al mismo tiempo, los riesgos que se plantean durante el período de transición debido al elevado stock de bonos en circulación que no contienen tales modificaciones.

La experiencia de Argentina, una vez más, ilumina al mundo las previsiones que se deben tomar al realizar acciones cuya incidencia o repercusión escapan a la órbita de análisis local o nacional.

Se puede concluir que las deudas insostenibles deben ser reestructuradas, de un modo u otro, en algún momento preciso, de modo de evitarse las pérdidas de capital que sufren los acreedores como los agudos procesos de corrección de desequilibrios

macroeconómicos que los países deudores deberán implementar, necesariamente, como complemento a las propuestas de reestructuración de las deudas soberanas encaradas. La minimización de dichos costos debe partir tanto de la implementación de nuevos cuadros normativos a nivel mundial como de mecanismos precisos que se deben incluir en los contratos de deuda que se emitan.

En el marco antes descrito, un proceso que permita a los acreedores preservar mejor el valor de sus créditos, y a los deudores reducir al mínimo la pérdida de producción durante el período de la reestructuración es beneficioso tanto para los acreedores como para los deudores.

En este sentido, recientemente el Fondo Monetario Internacional publicó lo que es su punto de vista en la materia a través del fortalecimiento del marco contractual para abordar problemas de acción colectiva encaminada a lograr procesos exitosos y sostenibles de reestructuración de la deuda soberana, en consonancia que lo expuesto por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés). En primer lugar, se propone modificar la cláusula *pari passu* en los bonos soberanos para evitar que el emisor pague a los acreedores en forma equivalente o proporcional, discriminando así entre tenedores que sí entraron al canje de deuda vs. los que no lo hicieron.

Por otro lado, se contempla la inclusión de una CAS ampliada, esto es, que genere un mecanismo automático de “agregación de acreedores” para resolver con mayor eficacia y rapidez los problemas de acción colectiva. Por último, se considera de qué manera el FMI puede promover el uso de estas cláusulas modificadas en las futuras emisiones de bonos soberanos internacionales, señalándose, al mismo tiempo, los riesgos que se plantean durante el período de transición debido al elevado stock de bonos en circulación que no contienen tales modificaciones.

La experiencia de Argentina, una vez más, ilumina al mundo las previsiones que se deben tomar al realizar acciones cuya incidencia o repercusión escapan a la órbita de análisis local o nacional.

## 6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARTHOLOMEW, E., STERN, E. Y LIUZZI, A. (2002): “TWO-STEP SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING. A MARKET-BASED APPROACH IN A WORLD WITHOUT INTERNATIONAL BANKRUPTCY LAW”. JP MORGAN.

BRAUN, M. Y LLACH, L. (2005): “MACROECONOMÍA ARGENTINA”. EDICIONES OMEGA.

BUCHHEIT, L. (2014): "A NOTE ON CONTRACT PALEONTOLOGY", CAPITAL MARKETS LAW JOURNAL, VOL. 9(3).

CAVALLO, D. (2014): "EL FALLO A FAVOR DE LOS FONDOS BUITRES ES FRUTO DE HABER DISCONTINUADO LA REESTRUCTURACIÓN ORDENADA DE LA DEUDA LANZADA EN NOVIEMBRE DE 2001". DISPONIBLE EN [WWW.CAVALLO.COM.AR](http://WWW.CAVALLO.COM.AR).

CAVALLO, D. (2014): "EL PRIMER ERROR FUE SUSPENDER LOS PAGOS, EL SEGUNDO FUE REESTRUCTURAR LA DEUDA SIN INTELIGENCIA". DISPONIBLE EN [WWW.CAVALLO.COM.AR](http://WWW.CAVALLO.COM.AR).

COY, P. (2014): "WHAT HAPPENS NOW THAT ARGENTINA IS IN SELECTIVE DEFAULT?". BLOOMBERG BUSINESSWEEK.

EPSTEIN, D. (2012): "LAS RE-ESTRUCTURACIONES DE DEUDA A LO LARGO DEL TIEMPO". [WWW.RESEARCHFORTRADERS.COM](http://WWW.RESEARCHFORTRADERS.COM), INFORME ECONÓMICO.

FATTORELLI, M. (2012): "MÁS PODER PARA LA BANCA CON LA CLÁUSULA CAC". AUDITORIA CIUDADANA DE LA DEUDA, BRASIL. Mimeo.

FERNÁNDEZ MENDEZ DE ANDÉS, F. (2002): "REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA SOBERANA Y FLUJOS DE CAPITAL HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES". Mimeo.

GELPERN, A. Y WEIDEMAIER, M. (2013): "INJUNCTIONS IN SOVEREIGN DEBT LITIGATION", YALE JOURNAL ON REGULATION, VOL. 31.

HAGAN, S. (2005): "DESIGNING A LEGAL FRAMEWORK TO RESTRUCTURE SOVEREIGN DEBT". GEORGETOWN JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW, VOL. 36(1).

IMF (2014): "STRENGTHENING THE CONTRACTUAL FRAMEWORK TO ADDRESS COLLECTIVE ACTION PROBLEMS IN SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING". IMF STAFF REPORT. DISPONIBLE EN [HTTP://WWW.IMF.ORG/EXTERNAL/PP/PPINDEX.ASPX](http://WWW.IMF.ORG/EXTERNAL/PP/PPINDEX.ASPX).

LERRICK Y MELTZER (2001): "BEYOND IMF BAILOUTS: DEFAULT WITHOUT DISRUPTION". QUARTERLY INTERNATIONAL ECONOMICS REPORT. CARNEGIE MELLON GAILLIOT CENTER FOR PUBLIC POLICY.

MÜLLER, A. (2013): "DEFAULT Y REESTRUCTURACIÓN: ¿CUÁL FUE LA REAL QUITA DE LA DEUDA PÚBLICA ARGENTINA?". CESPA, FCE, UBA. DOCUMENTO DE TRABAJO N° 32.

VULETIN, G. (2014): "ARGENTINA IN DDFAULT: WHY 2014 IS DIFFERENT FROM 2001". BROOKINGS INSTITUTION UP FRONT.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en internet

<http://ideas.repec.org/s/uae/wpaper.html>

ISSN: 2172-7856

## ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

### [WP-06/14 THE EFFECT OF FOREIGN AND DOMESTIC PATENTS ON TOTAL FACTOR PRODUCTIVITY DURING THE SECOND](#)

Antonio Cubel, Vicente Esteve, M<sup>a</sup> Teresa Sanchis y Juan A. Sanchis-Llopis

### [WP-07/14 CONSECUENCIAS DE LA LIBERALIZACIÓN DE HORARIOS. UN MODELO ESPACIO-TEMPORAL BASADO EN AGENTES PARA MADRID](#)

Juan Luis Santos y Federico Pablo-Martí

### [WP-08/14 INTERNATIONAL R&D SPILLOVERS AND UNOBSERVED COMMON SHOCKS](#)

Diego-Ivan Ruge-Leiva

### [WP-09/14 GOVERNMENT DEFICIT SUSTAINABILITY, AND MONETARY VERSUS FISCAL DOMINANCE: THE CASE OF SPAIN, 1850-2000](#)

Oscar Bajo-Rubio, Carmen Díaz-Roldán y Vicente Esteve

### [WP-10/14 ESPAÑA, UNA RECESIÓN DE BALANCE](#)

Antonio Torrero Mañas

### [WP-11/14 LA PRODUCTIVIDAD Y COMPETITIVIDAD EN LOS SERVICIOS ESPAÑOLES: ¿CÓMO HA AFECTADO LA RECIENTE CRISIS ECONÓMICO-FINANCIERA?](#)

Andrés Maroto Sánchez y Juan Ramón Cuadrado Roura



Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225  
Fax (34)918855211 Email: [iaes@uah.es](mailto:iaes@uah.es). [www.iaes.es](http://www.iaes.es)

## INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

### DIRECTOR

***Dr. D. Tomás Mancha Navarro***

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

### DIRECTOR FUNDADOR

***Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura***

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

### SUBDIRECTORA

***Dra. Dña. Elena Mañas Alcón***

Profesora Titular de Universidad, Universidad de Alcalá

### AREAS DE INVESTIGACIÓN

#### ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

***Dr. D. Rubén Garrido Yserte***

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### ECONOMÍA LABORAL

***Dr. D. Carlos Iglesias Fernández***

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### ACTIVIDAD EMPRENDEDORA Y PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

***Dr. D. Antonio García Tabuena***

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### SERVICIOS E INNOVACIÓN

***Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura***

Catedrático de Economía Aplicada  
Universidad de Alcalá

#### RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

***Dra. Dña. Elena Mañas Alcón***

Profesora Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá