
Incentivos “no económicos” para acreedores privados en reestructuraciones de deuda soberana argentina (2005 y 2020)

Victoria Lucía Daghero

FCS/UNC

victoria.daghero@mi.unc.edu.ar

“Non-economic” incentives for private creditors in Argentine external debt restructurings (2005 and 2020)

Incentivos “não econômicos” para credores privados nas reestruturacoes da dívida externa argentina (2005 e 2020)

Fecha de recepción: 28 de septiembre de 2023

Fecha de aprobación: 28 de diciembre de 2023

Resumen

En el siglo XXI, la Argentina ha llevado adelante dos reestructuraciones generales de su deuda externa, la primera en 2005 (abierta nuevamente en 2010 y 2014, para cerrar definitivamente en 2015) y la segunda recientemente en el año 2020. El universo acreedor estaba formado por acreedores privados, cuyas características principales son el anonimato, la heterogeneidad y la dispersión geográfica. Si bien desde la economía ortodoxa ya se han estudiado estos procesos en términos de quitas, plazos e intereses, en este artículo estudiamos tres incentivos “no económicos” que actuaron sobre las estrategias y posicionamientos de los acreedores, para tomar actitudes más confrontativas o más tendientes al consenso. Buscamos entender estos procesos de canje desde una mirada integral de los diversos factores que intervienen teniendo en cuenta las características de los acreedores, el lugar del país en el mundo y la situación global del mercado financiero internacional.

Palabras clave: reestructuración; acreedores privados; deuda externa.

Abstract

In the 21st century, Argentina has carried out two general restructurings of its external debt, the first in 2005 (opened again in 2010 and 2014, to close definitively in 2015) and the second recently in 2020. The creditor universe was made up of creditors private, whose main characteristics are anonymity, heterogeneity and geographical dispersion. Although these processes have already been studied from orthodox economics in terms of haircuts, terms and interests, in this article we study three “non-economic” incentives that acted on the strategies and positioning of creditors, to take more confrontational or more tending attitudes to consensus. We seek to understand these exchange processes from a comprehensive view of the various factors involved, taking into account the characteristics of the creditors, the country’s place in the world and the global situation of the international financial market.

Keywords: restructuring; private creditors; external debt.

Resumo

No século XXI, a Argentina realizou duas reestruturações gerais da sua dívida externa, a primeira em 2005 (reaberta em 2010 e 2014, para encerrar definitivamente em 2015) e a segunda recentemente em 2020. O universo de credores era composto por credores privado, cujas principais características são o anonimato, a heterogeneidade e a dispersão geográfica. Embora estes processos já tenham sido estudados desde a economia ortodoxa em termos de cortes de cabelo, prazos e interesses, neste artigo estudamos três incentivos “não económicos” que atuaram sobre as estratégias e posicionamento dos credores, para tomarem atitudes mais conflituosas ou mais tendenciosas ao consenso. Procuramos compreender estes processos cambiais a partir de uma visão abrangente dos vários fatores envolvidos, tendo em conta as características dos credores, o lugar do país no mundo e a situação global do mercado financeiro internacional.

Palavras-chave: reestruturação; credores privados; dívida externa.

Introducción

La deuda soberana en Argentina es una problemática sumamente relevante para comprender las dificultades económicas y políticas que sufre nuestro país a la hora de tomar decisiones y ejercer la soberanía nacional en favor del respeto y la garantía de los derechos humanos de la población. El continuo desvío de recursos para sostener el pago de intereses y capital con los diversos acreedores supera largamente las potencialidades positivas de inversión productiva con esta forma de financiamiento externa.

La Argentina ha enfrentado, históricamente, una dificultad estructural para su desarrollo: para mantener el nivel de importaciones necesarios para el funcionamiento de su economía demanda moneda extranjera cuya disponibilidad es escasa y fluctuante (Brenta, 2022). Este fenómeno de restricción externa implica una escasez estructural de divisas para mantener equilibrada la balanza de pagos y sostener el desarrollo de la economía del país (De Lucchi, 2014). La deuda externa es un mecanismo que genera el ingreso de divisas, pero su obtención y funciones en el marco de regímenes de acumulación por valorización financiera ha estado intrínsecamente relacionado a la fuga de capitales que ingresan con fines especulativos debido al diferencial de tasas existente (Basualdo, 2006).

Así, al absorber la inversión en fines no productivos, se erosiona la capacidad de repago, generando un ciclo en el que la cantidad de dólares destinados al pago de intereses y renovación de capital de deuda soberana es mayor que los que ingresan, lo que agrava la escasez de divisas y hace inevitable el default y la renegociación de la deuda (Brenta, 2022). La reiterada incapacidad de hacer frente a las obligaciones contraídas durante el siglo XXI obligó al país, en dos ocasiones a cesar, los pagos e iniciar procesos de reestructuración, aunque siempre en situación de debilidad frente a los acreedores extranjeros (Musacchio, 2016).

Es relevante señalar que no existe a nivel internacional un protocolo o legislación para procesos de reestructuración de pasivos soberanos y la participación en estos es voluntaria, por lo que la negociación varía de proceso a proceso y tiene características particulares dependiendo de los actores involucrados y el gobierno que encare el canje, lo que genera que intervengan diversos elementos en la toma de decisiones por parte de los acreedores externos que superan las puras evaluaciones técnicas o contables.

Este trabajo centra su atención en dos procesos de reestructuración de deuda soberana argentina: por un lado, el canje iniciado en 2005 (abierto nuevamente en 2010 y 2014 para finalmente cerrar en 2015) y el canje iniciado y cerrado en el año 2020. Estos procesos de reestructuración se dieron frente a un universo acreedor formado por acreedores privados, lo cual agrega complejidad al análisis.

La estructura del mercado financiero actual se caracteriza por la desintermediación en los mercados financieros por parte de los bancos, la desregulación financiera a escala mundial mediante legislaciones más permisivas y la competencia entre las instituciones financieras para la administración y colocación de fondos captados de pequeños y medianos ahorristas. Por otra parte, la disminución de la deuda contratada con la banca comercial internacional y el aumento de los créditos vía la emisión de valores promueven la modificación de los métodos tradicionales de financiamiento (Girón González, 2002). Este modelo de financiamiento global es el marco en donde se insertan las renegociaciones que trabajaremos en este artículo.

El mercado de bonos soberanos al día de hoy está sistematizado y organizado, con expertos y agencias específicas, y lenguaje técnico que le es propio y estandarizado, por lo que los costos de ingreso son relativamente bajos en términos de acceso a la información, lo que hace más atractiva esta forma de financiación. En este mercado, caracterizar una reestructuración con el conjunto de acreedores privados de deuda soberana implica asumir generalidades y justificar el desconocimiento¹: debido al libre acceso a este mercado, los acreedores son heterogéneos y no responden a una sola nacionalidad, idea, estrategia o grupo. Por esta misma razón, sumada a la compra y venta casi constante que se da en el mercado, es muy difícil individualizar a los tenedores actuales del bono a estudiar, por lo que predomina el anonimato. Además, como se señaló, los tenedores de bonos están atomizados y las formas de coordinación son muy costosas. Otra particularidad es que los niveles de tenencia también son variados, existiendo tenedores minoristas y mayoristas, con diferentes porcentajes de propiedad de papeles de deuda. En los momentos de renegociación, el canje se realiza (en ausencia de un marco jurídico internacional) mediante el canje con participación voluntaria de acreedores privados (Nemiña y Val, 2020), y eso hace que las formas de organización también sean diversas. Val (2019) sostiene que los acreedores lograron articularse parcialmente en diferentes organizaciones entre las que se pueden identificar tres tipos: las de minoristas autoconvocados, de minoristas con representación mediada y de institucionales con representación directa, siendo esta una de las caracterizaciones que puede tomarse para el análisis las diferentes agrupaciones de bonistas.

1- “In sum, sovereign debt restructuring in modern times has become a complex strategic game that has not been sufficiently studied and remains poorly understood” (Bolton, Gulati & Panizza, 2023, p. 257).

En este artículo plantearé tres elementos no económicos que actuaron como incentivos sobre los acreedores para sostener estrategias más o menos confrontativas frente a las propuestas de reestructuración del soberano durante las negociaciones de los canjes de 2005 y 2020: la situación frente al default, la responsabilidad con el mercado financiero y las disputas internas a los agrupamientos. Estos tres elementos los entendemos como incentivos ya que identificamos que influyen sobre los diferentes grupos de acreedores en sus estrategias para presentarse de manera más confrontativa o más cooperativa ante las propuestas de canje del gobierno.

Metodológicamente, en lo referente al estudio empírico propuesto, nos abocamos al relevamiento y análisis de fuentes sobre la renegociación del 2005 y el cierre del acuerdo con los bonistas en el 2020. Ello nos permitió precisar las características de los actores involucrados. Para todo ello trabajamos en primer lugar bibliografía, trabajos, libros y artículos científicos publicados sobre el tema. Luego analizamos publicaciones de los diarios especializados *Ámbito Financiero* y *El Cronista Comercial*, publicaciones del gobierno nacional por su página oficial y sus diferentes ministerios, y declaraciones de organismos internacionales y otros actores intervinientes en sus páginas web oficiales. Por cierto, entran en juego además las dificultades y limitaciones propias de la necesidad de privilegiar las fuentes periodísticas, con los sesgos que le son propios. Como recurso metodológico, se han utilizado dos publicaciones de prensa especializada con posiciones editoriales “contrarias”, como son *Ámbito Financiero* y *El Cronista Comercial* en la Argentina (uno más ligado al liberalismo y el otro más ligado al desarrollo industrial nacional), que con un trabajo intenso de interpretación busca sortear parcialmente estos sesgos.

Nos situamos desde una perspectiva de economía política y sociología económica desde una mirada crítica, recuperando la mirada de trabajos de autores como Brenta (2022), Cantamutto *et al.* (2023), Val (2019), Manzo (2019) y Roos (2016). Es una primera aproximación al estudio del complejo fenómeno de las reestructuraciones de deuda soberana como parte del trabajo final para obtener el título de licenciatura, que intenta sumar elementos para el análisis por sobre la extensión en el desarrollo.

Respecto a la estructura del presente artículo, en primer lugar expondremos algunos elementos centrales de los procesos de reestructuración desde donde sostener la argumentación posterior. No se propone desarrollo exhaustivo de los procesos, sino un señalamiento de características que son relevantes para nuestra propuesta. En segundo lugar, desarrollaremos tres incentivos “no económicos” que se desprenden del análisis comparado de ambos procesos, justificando su relevancia dentro estos. Por último, compar-

timos algunas reflexiones respecto de las lecturas teóricas de los procesos de reestructuración de deuda soberana en la historia reciente y la importancia de un análisis integral de estos procesos en el marco de la actualidad del tema tratado y la inminencia de nuevos canjes soberanos en el corto plazo. Se ensayan en esta última sección algunas propuestas políticas que se desprenden de lo desarrollado en el cuerpo del artículo.

1. Elementos centrales de los procesos de reestructuración de 2005 y 2020

Las reestructuraciones son procesos complejos y largos, por lo que hacer una reconstrucción completa de los canjes es una tarea ardua y sobrepasa las posibilidades de este artículo. En su lugar, haremos un señalamiento de las características más relevantes para nuestra argumentación.

Una de las primeras características a señalar es que en el canje de 2005 los bonos se encontraban en default desde la crisis económica-social-política de 2001, por lo que mucho tiempo había pasado desde la cesación de pago y el canje. Incluso, mucho tiempo pasó entre la declaración del default y la primera propuesta por parte del gobierno, que fue en el año 2003 (Basualdo, 2006). Una situación muy diferente se dio en el canje de 2020, donde las negociaciones comenzaron mientras la cadena de pagos se encontraba al día. Si bien una serie del total de bonos entró en default antes de cerrar una propuesta de canje, no fue debido a una declaración por parte del gobierno, sino a una llana imposibilidad de hacer frente a los vencimientos a tiempo (Nemiña y Val, 2020). Así, la primera cuestión a señalar es que mientras que el 2005 se canjearon bonos en default, en 2020 se canjearon bonos vigentes.

En la misma línea, otro elemento a resaltar es el tiempo invertido en la negociación. Mientras que en el canje de 2005 las negociaciones se extendieron por casi tres años, en el canje de 2020 se pudo cerrar la reestructuración ocho meses después de la primera propuesta del gobierno. Así, la primera experiencia fue larga y controvertida, con muchas propuestas diferentes y muy dilatadas en el tiempo, mientras que la experiencia reciente fue más acotada.

Con respecto al universo acreedor, en el año 2005 el gobierno se enfrentó a acreedores de muchas nacionalidades diferentes (siendo las principales Italia, Alemania, Suiza, Estados Unidos y Japón), y casi el 55% siendo tenedores minoristas, por lo que implicaba una variedad importante no sólo de características, sino de posicionamientos y estrategias frente al canje. En Estados Unidos sobresalía la agrupación Argentine Bondholders Committee (ABC), con grandes fondos de inversión norteamericanos. En Italia eran en su mayoría tenedores minoristas, que fueron asesorados deslealmente por bancos italianos para que compraran bonos de alto riesgo. En este país se

formó la organización de tenedores minoristas con representación mediada más importante de la negociación en esta etapa, la Task Force Argentina. Esta organización estaba formada por ocho bancos italianos que brindaban asesoría gratuita para los clientes minoristas, aunque Val (2019) sostiene: “la creación de la TFA supuso una jugada estratégica para defenderse y neutralizar acciones contra los bancos (...) para desligar a los mismos de su responsabilidad” (p. 73). Además, surgieron numerosas organizaciones de tenedores minoristas con representación directa: el Comitato de Creditori Italiani y el Sindicato Italiano Tutela Investimento e Risparmio, ambas lideradas por abogados (Mauro Sandri y Doménico Bacci, respectivamente), entre otras como el Sindicato Italiano de Doménico Bacci, la Fiderconsumatori de Rosario Trefletti, la Adusbef de Elio Lanutti. En Alemania, la organización más importante de autoconvocados fue el IGA, formado luego del default en 2001. Además, se formó el ABRA, que representaba a tenedores minoristas de ese país y además de Austria, Holanda y Luxemburgo, al ser una sociedad con fines específicos la agrupamos como con representación mediada (Val, 2019). En Argentina, la organización de bonistas autoconvocados más grande e influyente fue la Asociación de Damnificados por la Pesificación y el Default, formada en 2003. Y además fue relevante la Unión de AFJP, corporación empresarial que nucleaba a las doce aseguradoras de fondos de pensión existentes al momento del default (Basualdo, 2017). En Suiza más de 50.000 bonistas fueron representados por la intermediación institucional de la Swiss Bankers Association encabezada por Pierre Mirabaud (Basualdo, 2017) y en Japón la representación se dio por medio de bancos y fondos de inversión entre los que sobresalen el Bank of Tokyo Mitsubishi y el Shinsei Bank, sumando más de 40.000 bonistas (Val, 2019).

En el año 2020, por el contrario, se presentaron a negociar acreedores mucho más homogéneos, radicados en Estados Unidos y en su totalidad grandes fondos de inversión: el Grupo Ad Hoc de Bonistas Argentinos (Ad Hoc Argentine Bondholder Group-AHBG), liderado por el gigante BlackRock; el Comité de Acreedores de Argentina (Argentina Creditor Committee-ACC), liderado en un primer momento por Greylock Capital y Fintech Advisory, que ya habían participado en el canje de 2005 y 2010 con una posición más dialoguista y flexible²; y el Grupo de Bonistas del Canje (Exchange Bondholder Group-EBG) que contaba con viejos conocidos del país como HBK Investments y Monarch Alternative Capital LP, entre otros, que habían parti-

2- Avanzada la negociación, dejaron el grupo y pasó a estar liderado por Grantham Mayo Van Otterloo, que se plegó más a las posiciones del AHBG.

cipado y aceptado canjes en 2005 y 2010, en la causa con los fondos buitres había apelado en favor de la Argentina (Álvarez, 2020).

Un elemento importante de la dinámica de la reestructuración que ya nombramos es que se hace con participación voluntaria de los acreedores, por lo que una parte de estos puede no sentarse a negociar ni emitir declaraciones, y sólo actuar al momento de apertura del canje ingresando o absteniéndose. Esta situación, sumado a la característica del anonimato que hace al universo acreedor, genera que el gobierno no sepa exactamente con quién está negociando si estos actores no se presentan. En el año 2005 estaba identificada casi la totalidad de los acreedores privados con o sin declaraciones, mientras que en 2020 sólo se dio a conocer el 30%, ya que fueron los únicos que se sentaron a negociar y se dieron a conocer.

Los países con “riesgo político” para el mercado financiero, como lo es la Argentina, suelen tener una gran cantidad y complejidad de cláusulas en la letra de los bonos y contratos de deuda (Choi, Gulati y Posner, 2012), no trataremos esta complejidad en su extensión, pero es indispensable para nuestro análisis señalar una diferencia central entre la letra de los bonos canjeados en 2005 y los canjeados en 2020. En el año 2005 los bonos contaban con Cláusula de Consentimiento Unánime, por lo que legalmente para cambiar las condiciones de una serie de bonos era necesario contar con la totalidad de la aceptación por parte de los acreedores (Buraschi Pire, 2020). Al canje tuvo una aceptación del 76%, y en el año 2010 volvió a abrirse ampliando este porcentaje al 92,7%. El 7% restante eran instituciones financieras especulativas conocidas como “fondos buitres” que continuaron litigando en tribunales estadounidenses hasta lograr en el año 2015 que el gobierno pague la totalidad del capital, intereses y multas exigidas, con diversas y graves dificultades para el Estado argentino durante toda la confrontación previa. En el año 2020, los bonos contaban con Cláusulas de Acción Colectiva, que implican que obteniendo determinado umbral de aceptación, esta se hace extensiva a la totalidad de tenedores. Esto fue positivo por un lado, ya que se llegó al umbral y la aceptación fue del 99%, alejando posibilidad de utilizar la estrategia buitres; pero negativo en cuanto que los fondos que se acercaron a la mesa de negociación decían tener la suficiente tenencia de bonos para bloquear la mayoría necesaria para activar las CAC's, por lo que aún podían condicionar en gran medida el éxito del canje.

Respecto de los resultados de los canjes, en el año 2005 el gobierno reconoció UDS 81.836 millones como deuda elegible (152 bonos, nominados en siete monedas y emitidos bajo ocho legislaciones), de los cuales USD 62.318 millones fueron canjeados, lo que implicó un nivel de adhesión del 76,15%. La emisión de once nuevos bonos con un principal equivalente a USD 35.216

millones significó un descuento nominal del 43.3%, y una simplificación en su estructura (Ministerio de Economía, 2005). Los plazos se extendieron y se emitieron los llamados bonos PBI, que generaban rendimiento atado al crecimiento de la economía, como una forma de hacer a los acreedores “socios” del desarrollo argentino. Esos bonos fueron generando salidas cada vez mayores, por lo que si se toman en cuenta esos valores, la quita finalmente resulta nula (Cantamutto & Féliz, 2021). Posteriormente, en el año 2010 la aceptación trepó hasta el 92,7% de la deuda elegible en default con iguales condiciones que el canje de 2005, pero sin bono PBI (República Argentina, 2010) y cerró de manera definitiva en el año 2016 con el acuerdo con los últimos *holdouts*, que implicó la emisión de bonos por 16.500 millones de dólares, a una tasa de interés promedio del 7%, tasa muy superior a la vigente en el mercado (Nemiña & Larralde, 2018).

En el año 2020, la propuesta recibió apoyo del 93% de los acreedores, más de lo necesario para activar las CAC y canjear el 99% de su deuda elegible, y de esta manera, emitió nuevos bonos por 63.207 millones de dólares y 4.185 millones de euros; entre ellos, se encuentran aquellos con vencimiento en 2030, 2035, 2038 y 2046, con una quita nominal del 3%, y los entregados en reconocimiento de los intereses corridos por 2.635 millones de dólares y 90 millones de euros (Nemiña y Val, 2020). El canje externo tuvo una quita real a valor presente neto de entre 29% y 36,2%, según las estimaciones del Congreso de la Nación (OPC, 2020). Una de las mayores dificultades de este proceso de canje es en torno a la carga de intereses para los años posteriores, ya que a partir del año 2024 la carga de intereses aumenta a mayores niveles que previos al canje (IEFE, 2020), por lo que el alivio para las cuentas que significó en los primeros años será revertido fuertemente con una mayor carga y, posiblemente, la necesidad de un nuevo canje para sostener los pagos.

2. Tres incentivos “no económicos”

En términos ideales puede pensarse que la mejor oferta para los acreedores es no sufrir quita de ningún tipo ni extensión de plazos (lo que implicaría no necesitar una reestructuración), mientras que la mejor oferta para el deudor es no pagar nada (lo que tampoco es una reestructuración sino un default o condonación). Todo lo que está en el medio de estas dos situaciones extremas podría creerse en términos de elección racional que las estrategias más conflictivas de los acreedores estarían atadas a mayores niveles de pérdida para ellos, mientras que tendería más al consenso una pérdida menor.

Sin embargo, en los casos de 2005 y 2020, este razonamiento resulta insuficiente para explicar los procesos y estrategias de los acreedores. A continuación, señalaremos tres elementos “no económicos”, en tanto no están

relacionados directamente con quitas ni plazos, que hicieron de incentivos para adoptar estrategias de conflicto o de consenso. Caracterizamos como “no económicos” a estos elementos porque no pueden cuantificarse en términos monetarios en las ofertas y contraofertas del canje, pero entendemos que influyen de manera relevante en las estrategias llevadas a cabo por los acreedores durante la negociación, que a su vez influyen en los resultados. Los contraponemos a los incentivos económicos como mejorar la oferta (menor quita, intereses y/o plazos), o como los *sweeteners* y bonos complementarios que mejoran en mayor o menor medida el valor monetario de las propuestas y son fácilmente cuantificables en términos monetarios.

2.1. Situación frente al default

Las experiencias de 2005 y 2020 en este tema difieren por una situación fundamental: cuando los acreedores se sentaron a negociar en 2003, sus bonos se encontraban en default hacía casi tres años; mientras que en 2020 la mesa de negociación se planteó estando al día con los pagos, para caer en default selectivo con algunos vencimientos durante el proceso de negociación. Así, en 2005 no acordar implicaba continuar en la situación en la que ya se encontraban, que entendemos como “sostenible” ya que no implicó la caída de ningún fondo de inversión ni la bancarrota de ningún banco. En ese sentido, la pérdida ya estaba contabilizada y de haber sido catastrófica, ya habían pasado más de dos años para que se hiciera visible la catástrofe, que no sucedió para los acreedores. Dicho de otra manera, ningún acreedor institucional ni minorista estaba tan expuesto a sus inversiones argentinas como para que el default lo comprometiera en su normal funcionamiento. Si bien se mantenían las expectativas de un pago futuro, no existían seguridades y pasaron varios presidentes desde el default hasta que se hizo una primera propuesta formal.

Totalmente diferente fue la situación en 2020. En primer lugar, como ya se mencionó, cuando se planteó la mesa de negociación los bonos se estaban pagando regularmente, por lo que el default sería una situación nueva a la que debían enfrentarse los diferentes acreedores. Un punto en contra del acuerdo era que los bonos tenían baja incidencia en la cartera de estos fondos de inversión (Franco, 8 de marzo de 2020), por lo que la situación de default no les generaría grandes pérdidas contables. Sin embargo, la situación de la pandemia mundial de COVID 19 alentaba el acuerdo, ya que los bonos cotizaban muy bajo en el mercado, y un default podría bajar aún más su cotización, por lo que casi cualquier propuesta del gobierno era mejor que la cotización de mercado (Perischini, 2020). Por otro lado, la crisis internacional desencadenada por la pandemia generaba condiciones globales de

estrés financiero para las carteras de los inversores, siendo la incertidumbre la palabra más utilizada por analistas (Politti, 2020), por lo que garantizarse pagos era un aliciente para aceptar el acuerdo en este marco.

Otro factor importante en 2020 producto de la crisis internacional por la pandemia es que Argentina no era el único país que encontraba su capacidad de pago reducida. Muchos gobiernos se vieron obligados a aumentar sus partidas presupuestarias en salud y otras áreas para contrarrestar los efectos económicos, sociales y sanitarios del virus en sus países, y en caso de que decidieran seguir el ejemplo argentino de defaultear su deuda con acreedores privados, el efecto contagio sería devastador para las carteras de estas instituciones de crédito. De esta manera, el efecto contagio era un aliciente para acordar, no por la relevancia de Argentina puntualmente en sus instituciones, sino porque una serie de default en cadena podría acercarlos a una situación de bancarrota e incluso una recesión regional o global (Choi, Gulati y Posner, 2012).

Así, entendemos que la situación sostenible permitió en 2005 una negociación con mayores conflictos, más extensa en el tiempo y además con mayor quita, ya que el default era una realidad y no una amenaza. En el año 2020 había muchos factores a evaluar en caso de default, por lo que la mesa de negociación fue más tendiente al consenso, cuidando las declaraciones públicas y extendiendo los plazos para llegar a un acuerdo. Incluso se continuó con la negociación a pesar del default técnico de una serie, lo que da muestras de la necesidad de acordar antes que de una estrategia de conflicto y presionar por el cobro cueste lo que cueste.

2.2. Responsabilidad con el mercado financiero

En el año 2014, la Asamblea General de la ONU aprobó los nueve puntos básicos para guiar las reestructuraciones de deuda soberana, entre las que se encontraba la “buena fe” (Nemiña y Val, 2020), que implica accionar y acordar respetando el buen funcionamiento del mercado financiero, es decir, mantener la cadena de pagos funcionando. Como evidenció el conflicto con los *holdouts*, hay acreedores cuyo funcionamiento no respeta las normas generales del mercado, pero son la excepción antes que la regla. Los fondos más importantes del mercado suponen un nivel de responsabilidad mayor, ya que pueden generar graves dificultades en el mercado donde hacen vida y ganancias. Mayor responsabilidad implica cuidar la continuidad de la cadena de pagos para evitar turbulencias que pudieran afectar a otros actores y extenderse regional o globalmente, que en momentos de recesión o estancamiento pueden tener efectos catastróficos en el sistema financiero.

En la negociación finalizada en 2005, ningún acreedor era lo suficiente-

mente mayoritario en sus acreencias para que su decisión genere incertidumbre en el mercado, por lo que acordar o no acordar era indiferente para los agentes ajenos a la negociación, y para los interesados no afectaba más que para ellos mismos en términos de pérdida o ganancia monetaria. Esto generó que las declaraciones fueran más conflictivas y que hubiera fervientes detractores del acuerdo con estrategias de boicot a cada propuesta, e incluso organizando *roadshow* contra el ingreso al canje.

En la negociación del 2020, participaban de la mesa grandes fondos de inversión. Uno de ellos, BlackRock, es el principal referente del mercado de capitales de Estados Unidos, un coloso de las finanzas mundiales (Cantamutto & Feliz, 2021). Además de ser importante en cuanto a capital, es un fondo sumamente influyente respecto a decisiones financieras y movimientos especulativos, por lo que su negativa a acordar podía implicar la caída del acuerdo, y activar el efecto contagio ya mencionado. Así, la posición que tomara esta institución y las agrupaciones en general estaba condicionada por su responsabilidad como organización para con el mercado financiero en general, ya que están en el centro de atención y son referencia a nivel internacional. Analistas externos aseguraban que los fondos involucrados en la negociación no eran “buitres”, por lo que su estrategia no son los litigios judiciales, sino la rentabilidad sostenida (Franco, 9 de julio de 2020), por lo que esta situación sumada a la responsabilidad anteriormente explicada eran alicientes para aceptar la oferta del gobierno.

Otro elemento a tener en cuenta es la responsabilidad de estos fondos para el mercado financiero interno de Argentina. BlackRock, por ejemplo, es accionista de multinacionales con presencia en nuestro país como Coca Cola, Bayer, Apple, Microsoft, y además es accionista de capitales nacionales como Mercado Libre, Grupo Galicia, Telecom y otras (Larry Fink, CEO de BlackRock, el inevitable socio del país y la llave para un acuerdo final, 2020). Por esto, empujar al país a niveles de pago insostenibles podría ser contraproducente para el mismo grupo acreedor. Por un lado, la desinversión en la economía real dañaría la rentabilidad de las empresas accionistas y, en consecuencia, sus propias acciones. Por otro lado, los problemas financieros que acarrea un país vetado de los mercados de capitales por una situación de default también impactarían de manera negativa también a sus acciones en el mercado de capitales. Además, en caso de acuerdo, el valor de las acciones en sus empresas aumenta tanto para BlackRock como para otros fondos, lo que acrecienta su patrimonio también (Politti, 2020).

Así, en 2020, a diferencia de 2005, los acreedores involucrados en la negociación tenían mayor responsabilidad estructural con sus posiciones, por lo que tenían más alicientes a continuar negociando en términos de consenso.

El rechazo a la propuesta impactaría en muchos más sectores que únicamente sus carteras, ya que existía un amplio sector de acreedores “anónimos” que haría seguidismo a sus decisiones, lo cual es tanto una fortaleza para exigir mejores términos como un peligro latente, debido a que tienen el incentivo de garantizar la estabilidad del mercado financiero donde generan sus ganancias y beneficios. En 2005, en cambio, existieron estrategias mucho más conflictivas, sobre todo de acreedores minoristas que se veían con pocas herramientas para influir en los resultados e intentaron por diferentes medios hacer caer el canje con una propuesta que consideraban injusta.

2.3. Disputas políticas al interior del universo acreedor: problemas de coordinación en y entre agrupamientos

Agruparse y coordinar con otros acreedores no es una estrategia fácil ni exenta de costos, y muchas veces los costos de coordinación se ven acrecentados por disputas que exceden la especulación sobre los resultados financieros del canje, y que condicionan los posicionamientos de los acreedores frente a la propuesta del gobierno.

Durante la primera negociación iniciada en 2003, los acreedores italianos, como ya se presentó anteriormente, se dividieron en un gran agrupamiento liderado por bancos italianos, y pequeños agrupamientos de tenedores minoristas. El grupo liderado por bancos, ATFA, junto con el ABC de Estado Unidos de tenedores institucionales y otros grupos de diferentes países formaron el Comité Global -GCAB- que buscó posicionarse como interlocutor privilegiado ante el gobierno argentino. Por otro lado, los tenedores minoristas formaron diversas agrupaciones representadas por abogados, que utilizaban una estrategia confrontativa ante el gobierno argentino para mejorar la oferta y ante el ATFA y el gobierno italiano. Estos grupos de acreedores minoristas acusaban a los bancos de haber vendido bonos argentinos sin informar el alto riesgo que implicaban, y reclamaban al gobierno protección como consumidores para cobrar la mayor cantidad posible de sus acreencias. Así, estos grupos minoristas repartían la responsabilidad entre el gobierno argentino, su propio gobierno y los bancos italianos. Su posición era muy agresiva, llegando a amenazar con embargo de cuentas argentinas en Italia (Deuda: gestión de Nielsen hoy en N. York para frenar más juicios, 2004), aunque también apuntaban hacia los bancos y su propio gobierno, llegando a proponer que el país pague el 35% de la deuda y los bancos italianos respondieran por otro 35% (Cerrutti, 2004). Protagonizaron numerosas movilizaciones frente el congreso italiano, la embajada argentina y otros centros de poder político.

Ante las acusaciones de desinformación y estafa de los agrupamien-

tos de tenedores minoristas, los bancos italianos que intervinieron en las operaciones de venta de los venenosos tango bonds y luego coordinaron con otros agrupamientos en el GCAB también tomaron una posición confrontativa ante el gobierno argentino. Si bien estos bancos no afrontaron ninguna pérdida, ya que habían sorteado el default mediante la venta de sus bonos en el mercado minorista, enfrentaron la presión interna de los agrupamientos minoristas. Al tratarse de bancos nacionales, debían proteger su reputación ante los ciudadanos y evitar litigios legales con sus clientes, para lo que movilizaron sus recursos privilegiados de negociación y adoptaron una posición dura ante el deudor soberano. Así, su posición confrontativa y agresiva no tenía como tarea principal mejorar la oferta para evitar pérdidas por la quita, sino protegerse ante acusaciones nacionales.

En la negociación finalizada en 2020 se dio otro ejemplo de cómo las situaciones al interior de los agrupamientos condicionan los posicionamientos ante el soberano. También para proteger su reputación, independientemente de la pérdida patrimonial, los acreedores institucionales tomaron una posición de consenso con las propuestas del gobierno, a pesar de rechazar sucesivamente las primeras propuestas. Para explicar esta afirmación debemos remontarnos menos de cuatro años en el tiempo, cuando el ciclo de endeudamiento impulsado por el régimen de valorización financiera acelerado que llevó adelante el gobierno de la Alianza Cambiemos estaba en su auge. Durante ese periodo, numerosos fondos de inversión ingresaron al mercado de deuda argentina, comprando los bonos que se ofrecían a tasas de interés muy atrayentes que al mismo tiempo indican su riesgo. Fondos como Greylock llegaron incluso a recomendar la compra de los bonos argentinos (Canje de deuda: quiénes son y qué piensan los fondos más importantes con los que discute la Argentina, 2020) y respaldar las medidas de desregulación y altas tasas de interés de la gestión Cambiemos. Los fondos de inversión son manejados por expertos en finanzas, que toman decisiones siguiendo la mayor rentabilidad posible, y que responden a los accionistas que invierten confiando que se tomarán las mejores decisiones para su patrimonio. Así, mantener el valor de las carteras de los fondos es responsabilidad de los CEOs de estas instituciones, a sabiendas de que en el mercado financiero el valor de los bonos fluctúan (Val, 2019). La crisis económica y cambiaria llegó al país dos años después de la liberalización de los mercados financieros, y para todos los fondos era una preocupación explicar cómo una inversión de tan corto plazo altamente rentable tres o cuatro años después estaba en riesgo de caer en default. Para muchos de los fondos de inversión que se sentaron a negociar con el gobierno la reestructuración de sus acreencias, entre los que sobresale BlackRock (Politti, 2020), los bonos

negociados fueron en su mayoría emitidos durante el gobierno de la alianza Cambiemos y significaban montos importantes dentro de sus carteras. Así, un acuerdo que redujera el valor de los bonos era más fácil de explicar ante los accionistas que papeles incobrables, por lo que esta situación fue un aliciente para presentar un posicionamiento más cooperativo con el éxito del canje y la reestructuración de los bonos soberanos, donde los sucesivos rechazos y nuevas propuestas no planteaban situaciones irreconciliables con las invitaciones del Estado argentino.

3. Reflexiones finales

Este artículo busca contribuir a una visión de los procesos de reestructuración dispuesta a analizarlos globalmente, entendiendo a los actores intervinientes como sujetos políticos que evalúan antes de accionar factores que se escapan a la elección racional. Así pueden comprenderse de manera más realista los argumentos que están en juego en la negociación, tanto para comprender los procesos anteriores como para generar herramientas útiles en términos de soberanía para futuros procesos de canje. Una de las principales dificultades de estudiar las reestructuraciones observando únicamente indicadores económicos y financieros es que no termina de dar respuesta a los cambios en estas ofertas y no explica el accionar de la totalidad de los actores que intervienen en la discusión: ¿por qué una asociación de bancos sin bonos en default en sus carteras organiza un *roadshow*, invirtiendo dinero, tiempo y especialistas en intentar boicotear un canje que les es ajeno?, ¿por qué grandes fondos de inversión ignoran el default de una serie de bonos en medio de un proceso de negociación?, ¿por qué el gobierno acepta una propuesta insostenible para el país en el medio de una pandemia mundial?

El subtítulo de incentivos “no económicos” busca provocar la reflexión desde la lectura que, si bien son elementos que no se relacionan con los términos formales de las propuestas de canje, tienen incidencia en estas y el proceso de negociación, y por lo tanto tienen también incidencia en los resultados del canje que generarán, siempre, resultados económicos en términos estrictos, con todas las derivaciones que implica para la soberanía nacional y el destino de los recursos.

Actualmente el país se aproxima a una nueva crisis de deuda, que está intentando sortearse con sucesivos pedidos de financiamiento a diferentes actores internacionales y nacionales, pero que deberá en el corto plazo de tiempo enfrentarse a la incapacidad de hacer frente a las obligaciones externas. A este respecto, de los análisis desarrollados se desprenden en líneas generales algunas constantes que podrían fortalecer la posición negociadora argentina.

En primer, lugar la declaración de default de manera soberana tiene dos virtudes: por un lado, libera recursos para invertir en necesidades internas (Roos, 2016), y por el otro, patea el problema de la falta de recursos a la parte acreedora, que está centralmente formada al día de hoy por grandes fondos de inversión con la espalda para sostenerlo y el respaldo de sus gobiernos de origen. En la experiencia reciente de nuestro país, el default fue positivo para la estabilización y crecimiento de la economía nacional luego de la crisis del 2001, además de permitir una reestructuración desde una posición de fortaleza relativa. En el año 2020, el default técnico también actuó como aliciente para acordar como se explicó más arriba, aunque por decisiones políticas el acuerdo alcanzado no haya sido favorable.

En segundo lugar, es preciso identificar y profundizar las disputas internas entre acreedores para fortalecer nuestra posición negociadora, conociendo sus limitaciones y reconociendo todos los incentivos “no económicos” que actúan en los posicionamientos y estrategias que estos toman. Si bien es necesario hacer estudios profundos de las consecuencias económicas de cada propuesta, también es preciso estudiar de esa manera los acreedores con quienes negociamos y su posición en el mercado financiero internacional, además de las fricciones internas para poder acrecentarlas o utilizar a favor del soberano.

Por último, queremos remarcar que los recursos destinados al pago de intereses y capital de deuda son desviados de otros usos que son incluso más urgentes: hoy nuestro país se encuentra en condiciones sumamente deficientes en cuanto a inversión pública en salud y educación, por sólo nombrar dos elementos centrales. Por otro lado, estamos siendo testigos de cómo se expolían la naturaleza y las comunidades para obtener esos recursos destinados a las obligaciones externas, lo que tiene consecuencias gravísimas para el ambiente, nuestros recursos naturales y la calidad de vida de la población, aspecto que no debe perderse de vista. Cuando analizamos, estudiamos y nos posicionamos con respecto a la deuda soberana no sólo estamos tomando posición política frente a un fenómeno “económico”, sino a la defensa elemental de la vida y los derechos humanos, que es la deuda prioritaria para el desarrollo y la libertad real de nuestro país.

Referencias bibliográficas

Álvarez, D. A. (2020). Conflicto entre el Estado argentino y acreedores externos, factores de poder y posicionamientos políticos [Tesis de maestría]. Universidad Nacional de San Martín.

Basualdo, E. (2006). *Estudios de Historia Económica Argentina (desde mediados del siglo XX hasta la actualidad)*. Siglo XXI.

Basualdo, E. (ed.) (2017). *Endeudar y fugar: un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz hasta Macri*. Siglo XXI.

Bolton, P., Gulati, M. & Panizza, U. (2023). Sovereign Debt Puzzles. *Annual Review of Financial Economics*, 15, 239-263. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-111620-030025>

Brenta, N. (2022). *Historia de la deuda externa argentina: de la dictadura hasta nuestros días*. Capital Intelectual.

Buraschi Pire, M. (2020). *La soberanía estatal en la gobernanza financiera global* [Tesis de maestría]. Universidad Nacional de Córdoba.

Cantamutto, F. J. & Féliz, M. (2021). Argentina entre la sostenibilidad de la deuda y la vida. *Revista nuestraAmérica*, 9(17). <https://doi.org/10.5281/zenodo.6167845>

Cantamutto, F. J., Val, M. E., Nemiña, P., Castiglioni, L., Alvarez, A., Burachik, G., Bohooslavsky, J. P., Rulli, M., Constantino, A., Clérico, L., Peinado, G., Mora, A., Wainer, A., Beverly, K., Morales, J. M., Manzo, A., Raffer, K., Sanchez Barbieri, L.,... Miranda, G. (2023). *Debates actuales sobre dinámica y reestructuraciones de deuda pública desde la Argentina*. Ediusn.

Choi, S. J., Gulati, M., y Posner, E. (2012). The evolution of contractual terms in sovereign bonds. *Journal of Legal Analysis*, 4(1), 131-179. <https://doi.org/10.1093/jla/las004>

De Lucchi, J. M. (2014). *Macroeconomía de la deuda pública: el desendeudamiento argentino (2003-2012)*. Documento de Trabajo (52). CEFIDAR.

Girón González, A. (2002). *Crisis Financieras*. Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México.

IEFE (2020). Deuda pública: barajar y dar de nuevo. Luces y sombras del Canje 2020. Informe IEFE (189). Instituto de Estudios Fiscales y Económicos. <http://www.iefe.org.ar/wp-content/uploads/2020/08/Informe-IEFE-189.pdf>

Manzo, A. G. (2019). ¿Gobernanza financiera?: comparación de las matrices políticas de las que emergieron las CACs 2003 y 2014. *Revista Direito GV*, 15(1). <https://doi.org/10.1590/2317-6172201908>

Ministerio de Economía (2005). Lineamientos de la Reestructuración de la Deuda Soberana. MECON.

Musacchio, A. (3-5 de octubre de 2016). *Entre la independencia y la dependencia: doscientos años de endeudamiento externo*. Tercer Congreso de Economía Política. Universidad Nacional De Quilmes, Buenos Aires.

Nemiña, P. & Larralde, J. (2018). *Etapas históricas de la relación entre el Fondo Monetario Internacional y América Latina (1944-2015)*. *América Latina en la Historia Económica*, 25(1), 275-313.

Nemiña, P. y Val, M. E. (2020). *La renegociación de la deuda argentina durante la pandemia COVID-19. Implicancias y perspectivas para los países en desarrollo*. Documentos de Trabajo (38). Fundación Carolina.

OPC (2020). *Operaciones de Deuda Pública*. <https://www.opc.gob.ar/operaciones-de-deuda-publica/operaciones-de-deuda-publica-enero-2020-2/> República Argentina (2 de julio de 2010). *Completion of final settlement* [Comunicado de prensa].

Roos, J. (2016). *Why Not Default? The Structural Power of Finance in Sovereign Debt Crises* [Thesis Political and Social Sciences, European University Institute].

Val, M. E. (2019). *La organización de los acreedores durante el primer canje de deuda (2003- 2005)*. *Realidad Económica*, 48(326), 59-88.

Fuentes periodísticas

Canje de deuda: quiénes son y qué piensan los fondos más importantes con los que discute la Argentina. (11 de mayo de 2020). *El Cronista Comercial*.

Cerrutti, J. (16 de abril de 2004). Para Italia, “los ahorristas conocían los riesgos”. *El Cronista Comercial*.

Deuda: gestión de Nielsen hoy en N. York para frenar más juicios. (12 de septiembre de 2004). *Ámbito Financiero*.

Franco, L. (9 de julio de 2020). Deuda: BlackRock y grandes fondos rechazan la propuesta Argentina pero buscan lograr un entendimiento. *Ámbito Financiero*.

Franco, L. (8 de marzo de 2020). Casa Rosada: alegría por la baja de la inflación, pero preocupación por el parate económico. *Ámbito Financiero*.

Larry Fink, CEO de BlackRock, el inevitable socio del país y la llave para un acuerdo final. (18 de junio de 2020). *Ámbito Financiero*.

Perischini, N. (31 de marzo de 2020). Bonos argentinos en precios de default: ¿oportunidad de compra o de venta? *Ámbito Financiero*.

Politti, F. J. (2 de abril de 2020). ¿Qué pasa con la deuda en pesos?: tal vez la crisis ayude a dar el último envío. *Ámbito Financiero*.