

EL FALLO GRIESA Y EL ENDEUDAMIENTO ARGENTINO

Por el doctor **ROQUE B. FERNÁNDEZ**¹
Académico de Número

En 2012 un fallo del Juez Griesa convalidó el reclamo de pago de NML Capital Ltd, un acreedor que optó por no aceptar el canje de deuda ofrecida por Argentina. En el mismo año se otorgó el premio nobel a Lloyd Shapley por sus trabajos en teoría de juegos que, posteriormente, se aplicó para modelar coaliciones entre acreedores para negociar o litigar contra un deudor. Shapley desarrolló el concepto que permite valorar la contribución que cada jugador agrega a una coalición. Y la aplicación de “Shapley Values” a la coalición entre acreedores en busca de ejecutar el pago de una deuda soberana fue utilizada en la literatura económica para construir modelos que vinculan la voluntad de pago de deudores soberanos y el proceso de renegociación de deuda post-default. También en 2012, ante el

¹ Comunicación presentada en la sesión ordinaria privada del 16 de julio de 2014, dentro de la Mesa sobre **“Negociaciones con los holdouts ¿Cuales son las alternativas factibles?”**.

reclamo de NML Capital Ltd, la justicia de Ghana emite un fallo decretando el embargo de la Fragata Libertad argumentando que no aplica la cláusula de inmunidad soberana porque Argentina renunció expresamente a la misma cuando aceptó la jurisdicción extranjera como cláusula de emisión de los bonos. NML Capital Ltd argumentó también que Argentina, al no acatar fallos de la Ley Internacional no puede reclamar a su favor la vigencia de inmunidad soberana.

Hace varios años, siguiendo los desarrollos de Shapley y de otros autores, nos avocamos a estudiar teóricamente el tema del default en la deuda soberana, y las habilidades especiales para litigar post-default de los acreedores que no aceptaron ofertas de canje de deuda, también identificados como “fondos buitres”. Esos estudios fueron elaborados en 2003, siguiendo el interés de otros estudios que se citan en la referencias y que se orientaban a elucidar el interrogante sobre si era necesaria una nueva “*arquitectura financiera internacional*”. Los últimos acontecimientos a partir del *Fallo Griesa*, ratificado por la Corte Suprema, ha hecho resurgir el debate puesto que se argumenta que tal fallo pone en peligro el orden financiero internacional. No solo los negociadores argentinos argumentan de tal forma, por ejemplo, en una nota en el Financial Times, Wolf (2014), tomó una fuerte posición en contra de la legislación americana, el Juez Griesa, la Corte Suprema, y los fondos buitres.

En este trabajo actualizaré el estado de situación del endeudamiento argentino sin entrar en los detalles de teoría económica que hacen a la estructuración de un “contrato de deuda

soberana”, que fue el tópico central de las investigaciones antes señaladas, y que creo que continúa siendo el marco teórico relevante para la discusión desapasionada del tema.

Antecedentes del Default Argentino.

Brevemente, los antecedentes sobre el default en la deuda soberana de Argentina son los siguientes: a), en 2001/2, el gobierno argentino, aplaudido de pié por el Congreso Nacional, deja de pagar 81,2 mil millones dólares de la deuda soberana, en ese momento fue el mayor default de la historia; b), durante los tres años siguientes, el gobierno argentino no consiguió acordar con sus acreedores los términos de reestructuración de su deuda; c), muchos bonos en default tenían condiciones de emisión donde Argentina expresamente renunciaba a su jurisdicción sometiéndose a jurisdicciones extranjeras; d), en 2005 el gobierno Argentino emitió un ultimátum a sus acreedores a que acepten una oferta de canje por nuevos bonos, o de lo contrario se quedan afuera del canje, una “ley cerrojo” impediría abrir la negociación en el futuro, y el gobierno se auto imponía una cláusula RUFO (“Rights Upon Future Offers”) donde se obligaba a igualar las condiciones si antes de 2014 mejoraba la oferta a quienes no entraron en el canje; e), la oferta a los que aceptaron el canje representó una quita del 75%, y el desconocimiento del pago de intereses vencidos; f), bonistas (en su mayoría fondos de aportes jubilatorios de americanos, alemanes, italianos, y japoneses entre otros) con aproximadamente 19 mil millones de dólares declinaron la oferta y optaron por litigar

judicialmente el cobro; g), muchos bonistas optaron por litigar mediante un pacto de **cuota litis** o directamente vendieron sus bonos a NML Capital Ltd, una empresa subsidiaria de Elliott Management, a menudo referenciada como “fondo buitres” por su exitosa recuperación de deuda litigando contra Perú; h), éste y otros fondos hicieron varios planteos judiciales y obtuvieron fallos favorables en la Justicia Norteamericana, a los cuales Argentina no se allanó; i), en 2012 se emite el fallo del Juez Griesa, y ante el reclamo de NML Capital Ltd, la justicia de Ghana emite otro fallo decretando el embargo de la Fragata Libertad, posteriormente se levanta el embargo; j), el gobierno argentino apela el fallo del Juez Griesa (Tribunales de New York), que no prospera en la Cámara de Apelaciones y tampoco prospera un recurso ante la Suprema Corte de Justicia (USA); k) tras el fallo de la Corte, Argentina pide se restablezca una medida cautelar hasta diciembre de 2014 para poder pagar a los tenedores de deuda reestructurada, sin pagar pari passu a los acreedores que no aceptaron el canje. El argumento es que si paga a quienes no entraron en el canje antes de 2014 se gatillaría la cláusula RUFO auto impuesta. Esto último es denegado por el Juez Griesa, quedando firme el fallo. Al escribir este trabajo no conozco el resultado final, y me limitaré a describir la evolución del endeudamiento más allá del desenlace final del pleito en New York.

Registros Estadísticos del Endeudamiento Argentino.

A los efectos de brindar una síntesis del actual estado de situación del endeudamiento argentino he tomado cálculos de la

consultora Ferreres y Asociados para tener una referencia general del tema. Estos cálculos toman información provista por el Ministerio de Economía y estimaciones provisorias de otros componentes de deuda que no son informados oficialmente. Por lo tanto las estadísticas que se muestran tienen que ser consideradas como provisorias o meras estimaciones para poner en perspectivas la dinámica de la deuda pública en el período democrático que comienza en 1983. La tabla siguiente muestra que la deuda total que incluye la ya registrada y las todavía no instrumentadas pero que son tan reales como la registrada y ronda los 260 mil millones de dólares.

DEUDA PUBLICA TOTAL :	
Tercer Trimestre 2013	188.654
Deuda Pública Sin Oficializar*	42.078
<i>Holdouts</i>	14.000
<i>Intereses No Contabilizados al Club de París</i>	3.700
<i>CIADI. Reclamos en Trámite (al 50%)</i>	2.250
<i>Otras demandas y arbitrajes (Uncitral) (al 50%)</i>	375
YPF	5.800
CIADI. Arbitrajes Concluidos	677
<i>Cupón del PBI (en base a valuación del modelo)</i>	10.000
<i>Inciso Q (\$).</i>	
<i>Fideicomisos Obra Publica</i>	5.276
DEUDA PUBLICA AJUSTADA	230.732
DEUDA CONTINGENTE FALLO BADARO	30.000
DEUDA TOTAL	260.732

Fuente: Ferreres y Asociados. En Millones de US Dólares.

En la tabla siguiente se muestra que en 2014 la deuda total medida en proporción al PBI es de un orden similar al que había en 2001, cuando Argentina entró en default. La diferencia significativa es que en 2014 la deuda en dólares es 34.4% del PBI, mientras que en el 2001 fue 51%. Otra diferencia es que en 2014 la deuda en jurisdicción extranjera es 30% del PBI mientras que en 2001 fue 51%. Al igual que las cifras anteriores estas estadísticas tienen que considerarse provisorias y en base a estimaciones.

	2001	2014
DEUDA PUBLICA/PBI	52.1%	52.4%
En Pesos	1.1%	18.0%
En Dólares	51.0	34.4%
DEUDA JURISDICCIÓN EXTRANJERA/PBI	51%	30.0%

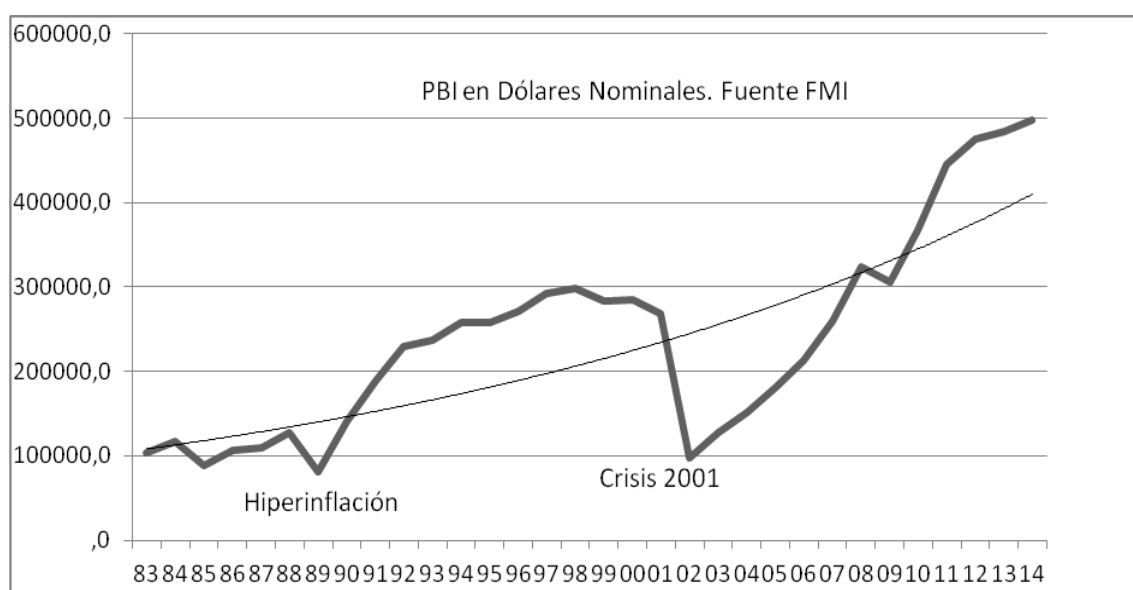
Valores preliminares en base a estimaciones propias. Supone que generalización del fallo Badaro es todo en pesos y en jurisdicción argentina. Supone que fallo Griesa y renegociación con acreedores que no entraron en canjes es todo en dólares y en jurisdicción extranjera.

Una característica particular del presente estado de default de Argentina es que lleva 13 años sin resolverse. Hasta el presente se ha logrado que un 97% de los acreedores que verificaron sus deudas en 2001 aceptaran las propuestas de canjes de 2005 y 2010. Del 3% que no aceptó el canje, algunos ya tienen sentencia firme y definitiva, como es el caso de NML, mientras que otros continúan litigando a la espera de fallos similares al de Griesa de 2012.

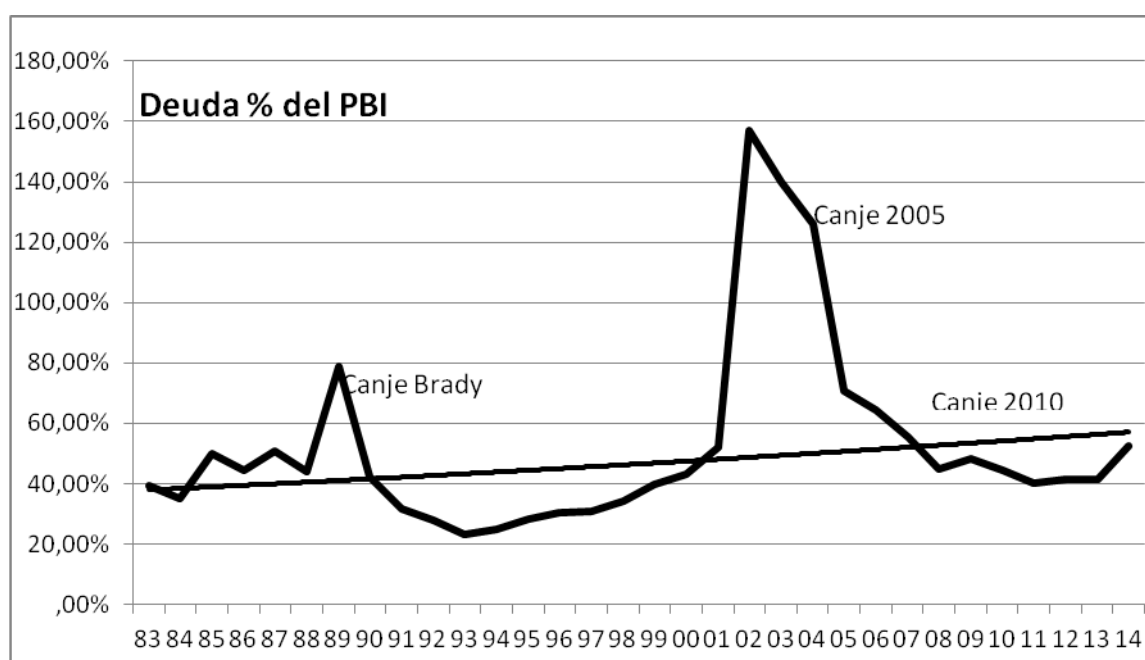
Al inicio del default en 2001 Argentina enfrentaba bajos términos de intercambio y ajustada liquidez internacional. El período que transcurre a partir de la crisis “sub-prime” de 2008, es de abundante liquidez, y términos de intercambio favorables para los productos de economías emergentes, especialmente granos y commodities en general.

En algo más de 30 años de democracia se observa en la figura siguiente (construida con los datos que se muestran en el Anexo) una evolución creciente del

PBI con tres interrupciones. La primera es la hiperinflación de 1989, la crisis del default en 2001, y las crisis internacional de 2008 ya mencionada como crisis “sub-prime” vinculada a una burbuja en préstamos hipotecarios en países desarrollados que tuvo su impacto en economías emergentes como Argentina.



En el gráfico siguiente se muestra la evolución de la deuda en relación al PBI en los últimos 30 años. Se ilustran tres aspectos importantes. Primero, la reducción de deuda en los tres canjes de deudas ocurridos en el período: el canje Brady, el canje de 2005, y el canje de 2010. Segundo, no ha habido tal cosa como un programa o una tendencia al “desendeudamiento”. Por el contrario, la tendencia muestra claramente un endeudamiento que crece en proporción al PBI. Y tercero, en el período observado, Argentina entra en default en dos oportunidades con la particularidad que ocurren cuando la deuda supera el 40% del PBI. O sea, Argentina tiene un punto de vulnerabilidad al endeudamiento menor al 60% que se tomó como referencia internacional (Maastricht) para la Unión Europea.



Reestructuración de un Contrato de Deuda Soberana.

Históricamente todas las renegociaciones de deuda significaron discusiones de alto voltaje político, y Argentina fue calificada en la prensa internacional con epítetos varios: *“deudor recalcitrante”, “incumplidor serial”, “retórica incendiaria”, y “fraudulento en estadísticas públicas”*. La prensa oficialista no se quedó atrás, lo más notable y pintoresco salió de la Biblioteca Nacional de la pluma de Horacio González dando la “fisonomía” del juez Griesa: *“Es un rostro enjuto, tomado por una ancianidad que casi es un mecanismo de voracidad y astucia. Al lado de la bandera norteamericana, toma tal envergadura arquetípica, que es en sí mismo un llamado imperial, una convocatoria belicosa con su martillo de madera reposando amenazador en el pupitre. Parecería la estampa misma de un encorvado dicterio, de un úkase patriarcal pronunciado desde lo alto y hacia el vacío. Un reposado mundo jerárquico se desprende de su figura, como vieja concepción del mando imperial”*. (Pagina 12, Noviembre 27, 2012).

En términos académicos la retórica no es tan encendida pero existen puntos de vistas divergentes que se resumen en el debate que se identifica con el título de *“Nueva Arquitectura del Sistema Financiero Internacional”*. Ver, por ejemplo, Villanueva (2002) y Kruger (2002). La propuesta de *“Nueva Arquitectura”* se presenta en la última sección. En lo que resta de esta sección presentaremos aspectos del debate como resultado de la evolución de los contratos de deuda soberana.

Antes de la década de 1980 los *préstamos sindicados bancarios* dominaban los mercados de deuda de países emergentes. Esencialmente estos préstamos se generaban en un conjunto de bancos internacionales que aportaban fondos para financiar un proyecto en un país determinado. Normalmente se complementaban con otros préstamos de organismos multilaterales. Aún en jurisdicciones importantes como New York, los contratos de préstamos no contaban con un proceso normado para enfrentar crisis de liquidez al estilo de las cláusulas de acción colectiva donde una mayoría especial de acreedores consensua con el deudor un acuerdo obligatorio para todas las partes, inclusive obligatorio para cualquier minoría que estuviera opuesta al acuerdo. La inexistencia de cláusulas de acción colectivas no inhibía la aparición de otros mecanismos alternativos. Contribuía a lograr el acuerdo colectivo la influencia de organismos multilaterales, gobiernos de países acreedores sobre sus bancos locales, y cláusulas contractuales que obligaban a mantener la paridad entre acreedores frente a la intención de algún acreedor de tomar ventaja en forma individual. Por ejemplo, el contrato de préstamo sindicado obliga al acreedor que recibe un pago exclusivo a distribuirlo a pro-rata con los otros acreedores.

Aunque las cláusulas no necesariamente estaban escritas, en casos críticos, un comité ad-hoc de bancos acreedores asumía una representación del total de los acreedores y negociaba quitas y nuevas

condiciones para producir una novación de deuda. Como todos los acreedores eran bancos (públicos o privados) sometidos a algún tipo de control oficial, sea un Banco Central o una Superintendencia de Bancos, las autoridades siempre contaban con buenos “argumentos” para que al final se sumaran aún los bancos más recalcitrantes.

A partir de la década del ochenta los bonos de países emergentes comenzaron a circular ampliamente sustituyendo el sistema anterior de préstamos sindicados bancarios. La experiencia no fue buena, los países tuvieron graves crisis y los bancos vieron afectados sus patrimonios, y al final de los ochenta se consideró la necesidad de evaluar algunas reformas. Una de ellas fue el nuevo régimen sobre capitales mínimos de los bancos comerciales, donde la ponderación como activos de riesgo de los préstamos a países emergentes tomó mayor significación. Estos acontecimientos hicieron que la oferta de fondos prestables a países emergentes descansara más y más en distintos fondos de inversión. Estos nuevos fondos se especializaron en la tenencia y comercialización de nuevos contratos de deuda soberana.

Las nuevas instituciones y los nuevos instrumentos financieros no impidieron que se experimentaran las nuevas crisis de los noventa: la crisis de México (1994), la Asiática (1997), la Rusa (1998), la de Brasil (1999), el Default Argentino (2001), y la Crisis *Sub-Prime* (2008). Excepto en esta última crisis donde la Reserva Federal de Estados Unidos salió a comprar “activos tóxicos” en poder de los

bancos (*Quantitative Easing*), en todos los otros casos siempre se pensó en la necesidad de un mecanismo resolutivo, tipo cláusula de acción colectiva, que logre mediante una mayoría especial de acreedores una refinanciación rápida del país en cesación de pagos. "Involucrar al sector privado" fue el reclamo de los organismos internacionales cuando los países pedían asistencia financiera, esto fue el eufemismo de los noventa para significar que los tenedores de deuda tenían que aceptar quitas y no depender íntegramente de los paquetes de rescate oficiales. La idea era evitar las prolongadas pérdidas de producción que aparecían en las crisis cuando los países quedan inhabilitados de acceso al mercado de financiamiento de largo plazo. En muchos casos las cláusulas se incorporaron, y ya existe evidencia empírica que esta siendo sometida a escrutinio en la literatura académica.

Aunque útiles para las crisis de liquidez, la presencia o ausencia de cláusulas de acción colectiva no van al fondo del problema que es la penalización de la cesación pagos como mecanismo de incentivar la voluntad de pago y descartar la posibilidad de un default estratégico. De acuerdo al mecanismo de diseño, la cláusula de acción colectiva puede agravar o mejorar el mercado de bonos soberanos. Cláusulas de acción colectiva muy livianas en sus requerimientos, sumadas a paquetes de rescates de organismos multilaterales con fondos oficiales pueden ser más una invitación al riesgo moral y a magnificar futuras crisis que a integrar a los países emergentes al mercado

internacional de capitales. Por otro lado cláusulas más estrictas de fácil interpretación y ejecución, con penalidades expresas, que se focalicen en restricciones sobre el país deudor para incentivar su voluntad de pago facilitaría su integración al mercado internacional de capitales haciendo mejorar su riesgo país y ganando profundidad de mercado.

Un análisis más minucioso del fenómeno de cesación de pagos obliga a tratar los siguientes interrogantes. ¿Que produce la cesación de pagos? ¿Es solo una crisis de liquidez que está pronto a resolverse? ¿Es un default estratégico para renegociar condiciones nuevas, y que no pudo ser evitado por penalidades o por cláusulas contractuales específicas? ¿Estaba todo bien pero se equivocó la conducción política de turno, o los acreedores que no evaluaron el riesgo, o los organismos multilaterales que no evaluaron las políticas, o el error fue provocado por “consenso de Washington” simbolizado por el FMI?

Para el caso Argentino parece prudente en este momento dejar esta agenda de investigación a los historiadores, para que emitan su opinión una vez que se calmen las pasiones políticas que el tema despierta. También es necesario esperar más información antes de aventurar opiniones definitivas. De cualquier manera ya existe un trabajo empírico de notable relevancia en el tema elaborado por Calvo, G., Izquierdo, A., y Talvi, E., (2002), que enfatiza la detención súbita de flujos de fondos hacia países emergentes inmediatamente

después del default de Rusia en 1998. En esta interpretación se estaría cerca de interpretar los acontecimientos de Argentina 2001 con lo que los modelos teóricos denominan "crisis de liquidez". Queda la duda porque Argentina fue único país que entró en default. La información analizada por los autores muestra detenciones súbitas, en el mismo período y con impactos similares, en Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; pero todos ellos mantuvieron sus deudas vigentes, retomaron acceso a los mercados y lograron una franca recuperación de sus indicadores de riesgo país.

La propuesta de un *Tratado Internacional para una Nueva Arquitectura Financiera Global*.

Tanto las cláusulas de acción de colectiva como otras cláusulas que producen una novación de derechos y obligaciones de las partes tienen un significado muy importante en el *contrato de deuda*. La literatura ha avanzado con modelos que establecen las condiciones para que un contrato de deuda sea un contrato óptimo. En ciertas líneas de investigación los primeros desarrollos teóricos comenzaron evaluando la afectación de fondos al proceso de inversión en la empresa, para luego extenderse a la afectación de fondos para adquirir bonos de la deuda pública. Limita la extensión del análisis la inexistencia de un marco de referencia legal que pueda ser aplicado en un mercado financiero globalizado con varias jurisdicciones, y con serias dificultades con respecto a la resolución de litigios donde intervienen países soberanos.

La propuesta de un Tratado Internacional sugiere una nueva institución para administrar el proceso de reestructuración de deuda soberana sobre la base de las siguientes consideraciones. Primero, establece jurisdicción única en reemplazo de múltiples jurisdicciones. Segundo, al tener el marco normativo el carácter de un tratado internacional se unifica su texto y su interpretación. Tercero, elimina el problema del "free rider" estableciendo que el tratado entra en vigencia simultáneamente para todos los países signatarios. Cuarto el tratado internacional asegura la jurisdicción exclusiva sobre todas las disputas entre deudores y acreedores tanto domésticos como internacionales. Finalmente la nueva institución tendría a su cargo el control del proceso de verificación y votación por acreedores.

Aunque no es estrictamente necesario, el Tratado Internacional podría instrumentarse mediante una modificación de los artículos del convenio constitutivo del FMI. Esto permitiría obtener una aplicación universal del convenio sin tener unanimidad, ya que es posible enmendar los estatutos del FMI con la aceptación de tres quintos de sus miembros que cuenten con el 85% del total de votos. Los países de la comunidad internacional siempre tendrían la libertad de optar entre participar o no en el FMI.

La propuesta estimuló el debate en numerosos foros. Pero no prosperó.

En el mundo académico se generaron diferentes posiciones sobre la propuesta de Nueva Arquitectura. En la literatura económica existe

una línea de análisis que se describe en Eaton, Gersovitz and Stiglitz (1986) que contempla los aspectos señalados en la propuesta de una nueva arquitectura. Otra línea, por ejemplo, Folkerts-Landau, D., and Garber, P., (1999), manifiesta un alto grado de escepticismo sobre la conveniencia de modificar la naturaleza de los contratos existentes advirtiendo el peligro de que mecanismos que hagan menos costoso al deudor la reestructuración pueden disparar incentivos adversos y riesgo moral que hagan desaparecer el crédito internacional. Dooley (2000) y Dooley –Verma (2002) desarrollan un modelo teórico que tiende a confirmar la advertencia de Landau-Garber.

Corsetti, Guimaraes, y Roubini (2003) desarrollan un modelo donde contratos con cláusulas de acción colectiva más una institución internacional habilitada a dar asistencia por liquidez puede ayudar a coordinar expectativas de los operadores financieros internacionales que contribuyan a la estabilidad de los mercados.

Becker, Richards, y Thaicharoen (2002) utilizando estadísticas de rendimiento de bonos en mercados primarios y secundarios no encuentran evidencia de que bonos emitidos con cláusulas de acción colectiva hayan afectado a sus rendimientos tanto para bonos emitidos con calificaciones altas como para bonos emitidos con calificaciones menores.

En síntesis, los puntos dominantes en la futura agenda de investigación teórica y empírica son: primero, la conveniencia o no

de generalizar las cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda soberana teniendo en cuenta que el costo de la reestructuración actúa como incentivo a un endeudamiento prudente que limita las posibilidades de incumplimiento. Segundo, la conveniencia o no de un nuevo marco normativo con jerarquía de tratado internacional más un ente como el FMI condicionando su asistencia a la verificación de una crisis de liquidez, o a efectos colaterales de reformas estructurales, como puede ser una reforma del mercado local de capitales o de fondos de pensión. Tercero, la relación entre instituciones contractuales y jurídicas que contemplen temas álgidos como “voluntad de pago”, riesgo país, racionamiento crediticio, y en general todos aquellos temas que aseguren un entorno estable para un mercado de fondos prestables para países emergentes.

Anexo:

Deuda Bruta, Neta, y PBI en US Dólares.

Año	D. Bruta (Ferrerres y As.)	D. Neta	PBI U\$S (FMI)
1983	41.054	41.054	103.995
1984	40.726	40.726	116.765
1985	43.973	43.973	88.193
1986	47.219	47.219	106.051
1987	55.444	55.444	108.731
1988	55.759	55.759	127.358
1989	64.377	64.377	81.711
1990	59.832	59.832	141.346
1991	60.048	60.048	189.606
1992	63.250	63.250	228.790
1993	71.112	54.360	236.520
1994	81.820	64.234	257.359
1995	88.711	72.866	258.217
1996	99.046	83.230	272.083
1997	103.718	90.648	292.761
1998	114.134	102.379	298.931
1999	123.366	112.454	283.655
2000	129.750	122.499	284.410
2001	144.266	140.160	268.964
2002	152.980	152.980	97.403
2003	178.811	178.811	127.545
2004	191.296	191.296	151.823
2005	128.630	128.630	181.358
2006	136.725	136.725	212.510
2007	144.728	144.728	260.074
2008	145.975	145.975	324.407
2009	147.119	147.119	305.769
2010	162.886	162.886	367.561
2011	178.462	178.462	444.605
2012	197.463	197.463	475.211
2013	200.983	200.983	484.596
2014	260.732	260.732	497.194

Nota: Deuda Neta se obtiene deduciendo las garantías en Bonos del Tesoro Americano que respaldaba los Bonos Bradys. El PBI en US Dólares corresponde a estadísticas publicadas por el FMI.

Referencias.

Becker, T., Richards, A., Thaicharoen, Y., 2002, "Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly?", June, Forthcoming in the Journal of International Economics.

Bolton, P., and Scharfstein, D. S., 1996, "Optimal Debt Structure and the Number of Creditors", The Journal of Political Economy, Vol. 104, No 1, Feb., pp. 1-25.

Calvo, G., Izquierdo, A., y Talvi, E. , 2002, "Sudden Stops, The Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", Inter-American Development Bank Research Department.

Corsetti, G., Guimaraes, B., and Roubini, N., 2003. "International Lender of Last Resort and Moral Hazard: A Model of IMF's Catalytic Finance", Version April, corsetti@uniroma3.it.

Dooley, Michael, 2000, "Can Output Losses Following International Financial Crisis be Avoided", National Bureau of Economic Research, Working Paper 7531, February.

Dooley, M., and Verma, S., 2002, Rescue Packages and Output Losses Following Crisis, University of California, Santa Cruz, mpd@cats.ucsc.edu.

Eaton, J., Gersovitz, M., and Stiglitz, J., 1986, "The Pure Theory of Country Risk", European Economic Review 30, pp 481-513, North-Holland.

Folkerts-Landau, D., and Garber, P., 1999. "The New Financial Architecture: A Threat to the Markets?", Deutsche Bank.

Gale Douglas, and Hellwig, Martin, 1985. "Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem." Review of Economic Studies, 52 (October): 647-663.

Fernández, Roque (2003), "Crisis de Liquidez y Default Estratégico en el Servicio de la Deuda Soberana", Anales de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, VOL. XLVIII.

Fernández, Katherina and Fernández Roque (2007), "Willingness to Pay and The Sovereign Debt Contract", Journal of Applied Economics. Vol. X, No. 1 (May 2007), 43-76.

González, Horacio (2012), Fisonomía de Griesa, Página 12, Noviembre 27.

Krueger, Anne, 2002. "A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", International MonetaryFund, April.

Rodríguez Alejandro (2014), La Clausula Rufo, Seminario UCEMA, Julio 16.

Villanueva, Javier (2002), "Las Múltiples Ópticas de la Nueva Arquitectura Financiera Internacional", Anales de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, Vol. XAVI, pp. 177-220.

Wolf, Martin (2014), Defend Argentina from de Vultures, Financial Times, Junio 24.