

# VIII Congreso de Relaciones Internacionales

23, 24 y 25 de noviembre de 2016

VIII Congreso de Relaciones Internacionales

Universidad Nacional de La Plata

La Plata, 23, 24 y 25 de noviembre de 2016

## El accionar de los “fondos buitres”: una caracterización a partir de la experiencia argentina reciente

María Emilia Val

CONICET- IDAES/UNSAM

[memiliav@yahoo.com.ar](mailto:memiliav@yahoo.com.ar)

### Resumen

Las prácticas de los llamados "fondos buitres" los han constituido en uno de los ejes principales en la discusión de los últimos años en torno a la necesidad de reformas en la arquitectura financiera internacional. El accionar predatorio y escasamente regulado de estos acreedores, que les permite obtener ganancias extraordinarias por fuera de los mecanismos de mercado habituales, puede observarse con claridad a partir de los numerosos litigios judiciales llevados adelante por estos inversores contra países en desarrollo durante más de 30 años. En este sentido, en este trabajo caracterizaremos a estos actores y sus estrategias, presentaremos algunas de los procesos más importantes relacionados con deudas soberanas en los que estuvieron involucrados en las últimas décadas, para finalmente ocuparnos del caso argentino reciente, en donde las demandas de estos fondos se encontraron con una fuerte resistencia del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, lo que prolongó y aumentó la conflictividad de la disputa, cerrada a principios del años 2016 por la administración de Mauricio Macri.

1



**Instituto de Relaciones Internacionales**

Universidad Nacional de La Plata Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp

## El accionar de los “fondos buitres”: una caracterización a partir de la experiencia argentina reciente

María Emilia Val

CONICET- IDAES/UNSAM

[memiliav@yahoo.com.ar](mailto:memiliav@yahoo.com.ar)

### Introducción

Las prácticas de los llamados "fondos buitre" los han constituido en uno de los ejes principales en la discusión política y académica de los últimos años en torno a la necesidad de reformar la arquitectura financiera internacional a los fines de establecer controles y limitar las actividades especulativas asociadas a los mismos, especialmente perjudiciales para los países en desarrollo. El accionar predatorio y desregulado de estos actores, que les permite obtener ganancias extraordinarias por fuera de los mecanismos habituales de mercado, se vio fortalecido progresivamente por el debilitamiento de la protección a los estados a partir de los resultados de numerosos litigios judiciales llevados adelante contra países deudores durante más de 30 años. En este sentido, en este trabajo caracterizaremos a estos inversores y sus estrategias, presentaremos algunas de los procesos más importantes relacionados con deudas soberanas en los que estuvieron involucrados en las últimas décadas, para finalmente ocuparnos del caso argentino reciente, en donde las demandas de estos fondos se encontraron con una fuerte resistencia del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, lo que prolongó y aumentó paulatinamente la conflictividad de la disputa, cerrada a principios del año 2016 por la administración de Mauricio Macri.



## Fondos buitres: su estrategia de negocios y el origen histórico de su accionar en las transformaciones del sistema financiero internacional

Los llamados “fondos buitre” son fondos de inversión especializados en hacer negocios en economías altamente endeudadas. En general, tienen la forma institucional de *hedge funds* o fondos de cobertura dedicados a la realización de inversiones sofisticadas y altamente riesgosas, lo que es posible debido a que están sometidos a una escasa regulación gubernamental.<sup>1</sup> Aunque también adquieren deuda corporativa, su accionar más controversial se relaciona con los títulos de deuda pública.

La estrategia de negocios “buitre” es altamente agresiva y confrontativa, teniendo escaso lugar la negociación y la cooperación. La operatoria comienza en el mercado secundario de deuda con la compra, por parte de estos actores, en el mercado secundario bonos de países que han declarado o se encuentran próximos a declarar un default a muy bajo precio, esto es, con un gran descuento sobre su valor nominal. Una vez comenzadas las negociaciones entre los gobiernos y sus acreedores para la restructuración de la deuda, los buitres rehúsan participar (constituyéndose en *holdouts*) e inician acciones en los tribunales de la jurisdicción bajo cuya ley se emitieron los títulos (principalmente, Nueva York y Londres) en las que reclaman el principal, los intereses acumulados y los punitivos, para así obtener considerables dividendos, imposibles de conseguir mediante mecanismos de mercado. Para alcanzar estos resultados altamente redituables en términos económico-financieros, impulsan una serie de acciones de presión sobre los gobiernos, en paralelo a las demandas judiciales, tales como la búsqueda de activos de los países deudores para embargar, campañas de lobby y desprestigio a través de diversos medios, dirigidas a influir sobre el sistema político y sobre la opinión pública.

Los vacíos institucionales y las grietas legales en lo referente a deuda soberana son elementos esenciales para comprender el negocio de estos litigantes profesionales, pues constituyen las condiciones de posibilidad de sus estrategias. A diferencia del régimen de quiebra o bancarrota

---

<sup>1</sup> A diferencia de los *hedge funds*, diseñados para maximizar la libertad de utilizar estrategias de inversión complejas, las posibilidades de inversión de otro tipo de fondos (*pensión funds*, *mutual funds*) están altamente reguladas, impidiendo que los activos muy riesgosos (ligados a mayores retornos, pero también a mayores pérdidas potenciales) ocupen un lugar preponderante en sus carteras, resguardando de esta forma el patrimonio de los inversores (Stulz, 2007).



# VIII Congreso de Relaciones Internacionales

23, 24 y 25 de noviembre de 2016

existente para las empresas del sector privado, los deudores soberanos no cuentan con un marco legal que los proteja a nivel internacional, modere las demandas de los acreedores y establezca los procedimientos a seguir frente a crisis de deuda.<sup>2</sup> El mecanismo actualmente existente es el de los canjes de deuda con participación o adhesión voluntaria (no obligatoria ni compulsiva) de los acreedores. El gobierno deudor puede iniciar negociaciones para establecer las nuevas condiciones de repago, pero los acreedores pueden elegir no participar, e incluso no aceptar la propuesta, mantenerse al margen (*holdouts*) y litigar en los tribunales correspondientes (Das et al., 2012). Si bien su accionar como es conocido desde hace décadas en el mundo de las finanzas, en los últimos años, el desarrollo del llamado “juicio del siglo” entre el fondo NML Capital, de Paul Singer, y la República Argentina los ha hecho conocidos para la opinión pública internacional.

La operatoria con pasivos soberanos por parte de estos fondos surge principalmente en la década de los 90, luego de la crisis de la deuda y la implementación del plan Brady. El formidable crecimiento del endeudamiento de los países en desarrollo que llevó a la moratoria generalizada y a la posterior transformación de la estructura de los pasivos soberanos y, junto con ella, del universo acreedor a partir del Brady, no puede comprenderse sin tener en cuenta los cambios en el sistema financiero internacional iniciados en los 70.

Uno de los acontecimientos decisivos de la década fue la gran expansión del mercado financiero mundial. Iniciadas en la década del 60, las transacciones a nivel internacional se multiplicaron exponencialmente en los 70 –según Schvarzer (1984) los fondos colocados a través del mercado del eurodólar pasaron de 11 mil millones de dólares en 1965 a 661 mil millones en 1981- convirtiendo a los movimientos del dinero en una actividad influyente con un fuerte predominio sobre las tendencias de la economía mundial. Este mercado de activos financieros de enorme proporción e integrado a nivel mundial se encontraba liberado de las tutelas de los gobiernos nacionales y las instituciones monetarias internacionales, que no contaban con instrumentos idóneos para supervisar y regular los flujos de capitales que traspasaban las fronteras

---

<sup>2</sup> La discusión en torno a las modalidades de resolución de esta problemática, existen tres posturas: la de mercado (las partes deben negociar las condiciones de repago en cada caso, lo que permitiría arribar a resultados satisfactorios para ambas), la contractual (supone mejorar las cláusulas de los contratos) y la estatutaria (que implica la creación de algún marco regulatorio internacional para los procesos de reestructuración, como el SDRM impulsado por Anne Krueger en 2002 o el camino iniciado en la ONU en 2014)



**Instituto de Relaciones Internacionales**

**Universidad Nacional de La Plata** Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp

nacionales. Rompiendo con la lógica de funcionamiento financiero instaurado en la posguerra con los acuerdos de Bretton Woods, se inició lo que se ha dado en llamar la “segunda globalización financiera” (Marichal, 2010).

El mercado de eurodólares contó con un impulso adicional a partir del aumento del precio internacional del petróleo en los años 73-74 y 79-80. Los excedentes de divisas de los países exportadores de hidrocarburos agrupados en la OPEP se dirigieron hacia los grandes bancos transnacionales (especialmente estadounidenses, pero también europeos y asiáticos) brindando una abundante liquidez al sistema, lo que supuso un aumento de la oferta de capitales prestables.

Las entidades bancarias fueron los actores fundamentales de esta expansión financiera a escala global. Frente al cierre de las posibilidades de colocación en los mercados tradicionales<sup>3</sup> los bancos se lanzaron a la conquista de nuevas plazas que permitieran el “reciclaje” los fondos disponibles. De esta forma, gran parte de estos recursos se dirigieron hacia los países del tercer mundo, bajo la forma de préstamos comerciales, a una tasa real de interés por entonces baja, pero variable, pues se modificaba con la tasa Libor de tres o seis meses.

Esta modalidad de financiamiento (los préstamos sindicados) facilitaba la participación de bancos numerosos bancos de diferente tamaño y capital y, al atar la tasa de interés a la del mercado interbancario, reducía los riesgos para los acreedores. Eso se hacía, sin embargo, a costa de desplazar los riesgos de variaciones en dichas tasas a los deudores, lo que se materializó posteriormente (Ocampo, 2013).

Por supuesto, esta abundancia de crédito barato, otorgado a la vez sin demasiadas restricciones ni exigencias por parte de los bancos<sup>4</sup>, aumentó la demanda de los mismos por parte de la economías latinoamericanas, caracterizadas por las recurrentes crisis de balanza de pagos, lo que redundó en un crecimiento sin precedentes del endeudamiento público<sup>5</sup> y en un cambio en su estructura y perfil: a diferencia del endeudamiento de posguerra, que era principalmente bilateral y multilateral, el auge del financiamiento de los 70 aumentó considerablemente la presencia de deuda

<sup>3</sup> Las grandes empresas estaban cada vez más financiándose en el mercado bursátil y las transacciones en EE.UU. estaban limitadas

<sup>4</sup> Las exiguas exigencias de los acreedores para otorgar los créditos (explicada por la necesidad de “reciclar” esos fondos) constituían un importante factor de incentivo para los gobiernos, que veían allí diferencias claras con las condicionalidades y controles que exigían los organismos multilaterales.

<sup>5</sup> Nos ocuparemos en este trabajo del endeudamiento público, no del privado, aunque ambos están íntimamente relacionados y sujetos a las mismas tendencias



con bancos privados, que tenía un perfil riesgoso pues era deuda en moneda extranjera, a tasa variable y de corto plazo, por lo tanto muy inestable y propensa a ser afectada por los cambios en la coyuntura financiera.

Como señalamos, estos riesgos se materializaron en 1982, debido a la suba de las tasas de interés internacionales implementadas a principios de la década de los 80 por EE.UU., incrementando notoriamente los servicios de la deuda para los países latinoamericanos. La crisis comenzó así en 1982 con la declaración de la moratoria mexicana que se expandió a los restantes países de la región. Desde entonces, los estados con dificultades de pago entraron en un proceso de reprogramación permanente de sus pasivos en el marco de negociaciones caso por caso con los comités de bancos, bajo la supervisión del FMI, que se extenderían durante toda la década perdida.<sup>6</sup>

Ya entonces, comenzó a desarrollarse un incipiente mercado secundario, que tendría un impulso extraordinario luego del plan Brady. Dicho plan, impulsado por el gobierno de EE.UU., consistió en la titularización de la deuda bancaria de los países en desarrollo, es decir, en la conversión de los préstamos sindicados en bonos negociables en los mercados, adquiribles por inversionistas con objetivos e intereses diversos. Este surgimiento del mercado secundario de deuda fue el que dio el puntapié inicial para la proliferación de litigios contra países, en dos sentidos. Primero, porque fragmentó y atomizó a los acreedores. Los prestadores dejaron de ser un número reducido de entidades bancarias interesadas en mantener buenas relaciones en el tiempo para impulsar negocios en el futuro, y se convirtieron en una multiplicidad de bonistas, caracterizados por su heterogeneidad (institucionales de diverso tipo, minoristas, buitres) y por la diversidad –y muchas veces contraposición- de sus intereses (comprar para mantener los bonos, arbitrar, litigar por el cobro de la totalidad), lo que dificulta su coordinación. Segundo, porque transformó los instrumentos. Ya no eran préstamos, sino bonos emitidos por el país deudor. Los títulos de deuda soberana se convirtieron en una clase más de activos financieros, negociables en el mercado en cualquier momento. Así, fue a partir de la adquisición de instrumentos de deuda soberana en el

---

<sup>6</sup> Son bien conocidas las consecuencias económicas y sociales negativas que sufrieron los países de la región como resultado de la implementación de los planes de ajuste que el cartel acreedor imponía como condición para la reprogramación y el otorgamiento de nuevos préstamos.



mercado secundario que una fracción minoritaria de acreedores pudo desarrollar y optimizar su estrategia judicial orientada a la obtención de ganancias extraordinarias.

Estos cambios en el sistema financiero y en las características de la deuda soberana, fueron acompañadas por transformaciones en la legislación y las interpretaciones jurídicas sobre las doctrinas o principios que impedían que los estados fueran demandados en tribunales extranjeros. Esencialmente, la paulatina erosión de la inmunidad soberana se constituyó en la otra condición de posibilidad del accionar litigioso de los buitres.

## La progresiva erosión del principio de inmunidad soberana a partir del desarrollo de los litigios

Además de las transformaciones económico-financieras abordadas en el apartado anterior, las modificaciones en la legislación de los países centrales a partir de la década de los 70 en lo referente a las actividades de estados extranjeros en sus territorios, junto con los fallos e interpretaciones jurídicas surgidas en el marco de demandas de acreedores contra deudores estatales, fueron restringiendo los alcances del principio de la inmunidad soberana, potenciando la vía judicial y la posición confrontativa propia del accionar de los fondos buitre.

Tal como lo explican Kupelian y Rivas (2014) la doctrina de la inmunidad soberana – derivada del axioma medieval de la igualdad entre imperios y de la no subordinación- establece que los estados gozan de ésta bajo dos formas: la inmunidad de jurisdicción y de ejecución. Mientras la primera está ligada a la imposibilidad de que un estado extranjero sea sometido a juicio ante los tribunales de otro, la segunda se define como la imposibilidad de que los activos de un país extranjero sean objeto de medidas de ejecución por los órganos de otro estado.

Hasta mediados del siglo XX, la prevaleció una interpretación absoluta de esta doctrina que protegía a los estados de sus acreedores haciendo casi imposible para estos obtener fallos favorables en tribunales extranjeros o bien, una vez logrados estos, hacer efectivo el cumplimiento de las sentencias.<sup>7</sup> A medida que los países incrementaron su participación en el comercio y las finanzas internacionales, dicha concepción absoluta de la inmunidad soberana se limitó progresivamente, imponiéndose una doctrina restringida.

<sup>7</sup> Aún persiste el problema del *enforcement* de los contratos y de las sentencias



La doctrina restringida termina con la posibilidad de los estados de ser inmunes a demandas en el extranjero por cualquier actividad que realicen, pues sostiene que dicho derecho sólo se reconoce cuando los gobiernos actúan en ejercicio de su autoridad pública, negándose en los casos en los que procedan como lo haría un privado. Así, cobra plena vigencia la teoría de la doble personalidad del Estado, que supone la distinción de las acciones estatales entre actos *iure imperii* o públicos, considerados como específicamente soberanos y sujetos a los beneficios de la inmunidad; y actos *iure gestionis* o mercantiles en lo que los estados cumplen el papel de patrón, comerciante o empresario, considerándose como de carácter privado y, por lo tanto, desprovistos de privilegios de la inmunidad.

Esta nueva interpretación de la inmunidad soberana se formalizó internacionalmente en la Convención Europea sobre Inmunidad de los Estados que se sancionó en 1972, y a nivel nacional, en la Foreign Sovereign Immunities Act (FSIA) de Estados Unidos en 1976 y su equivalente en el Reino Unido, la State Immunity Act, aprobada en 1978. Ambas leyes permitieron que desde entonces los estados y sus entidades públicas fueran considerados legalmente responsables por el incumplimiento de contratos comerciales y, por lo tanto, susceptibles de ser demandadas ante los tribunales comerciales extranjeros.<sup>8</sup>

Al amparo de este tipo de leyes, luego del estallido de la crisis de la crisis de deuda en la década de los 80, los acreedores comenzaron a presentar demandas contra los estados deudores en los tribunales extranjeros, de acuerdo a las cláusulas existentes en los contratos de deuda.<sup>9</sup> En una primera etapa, durante la crisis de la deuda de los 80, los demandantes eran todavía bancos participantes de la operatoria de los préstamos garantizados o inversores que habían comprado sus

<sup>8</sup> Es decir, establecen las excepciones a la inmunidad de jurisdicción. En el caso de la FSIA las secciones 1605 a 1607 establece en qué casos un Estado extranjero puede ser demandado en las cortes estadounidenses. La Sección 1605(a)(2), establece que "(...) Un Estado extranjero no gozará de inmunidad de la jurisdicción de los tribunales de los Estados Unidos (...) en cualquier caso (...) en el que la acción se basa en una actividad comercial llevada a cabo en los Estados Unidos por el Estado extranjero, o en un acto realizado en los Estados Unidos en relación con una actividad comercial del Estado extranjero en otro lugar, o en un acto fuera del territorio de los Estados Unidos en relación con una actividad comercial del Estado extranjero en otro lugar que causa un efecto directo en los Estados Unidos." En la Sección 1603(d) se define la actividad comercial de un Estado: "Se entiende por actividad comercial ya sea el curso regular de una conducta comercial, o una transacción o acto comercial en particular. El carácter comercial de una actividad se determinará por referencia a la naturaleza del curso de la conducta o del acto o transacción realizada en particular, más no por referencia a su propósito." (Kupelian y Rivas, 2014:16-17)

<sup>9</sup> Los países pueden voluntariamente renunciar a la inmunidad de jurisdicción, aceptando una prórroga de jurisdicción a favor de tribunales extranjeros. En la práctica, la posibilidad de tomar préstamos o emitir deuda en las principales plazas financieras internacionales depende de que los estados acepten este tipo de cláusulas en los contratos de deuda.





títulos para mantenerlos (*buy and hold*), y exigían mejores concisiones que las resultantes de las negociaciones encabezadas por los comités de bancos. En una segunda etapa, luego de la implementación del plan Brady, el inicio de las emisiones de títulos y el desarrollo del mercado secundario de bonos, aparecen los fondos de inversión que compran esencialmente para litigar, dando nacimiento a la estrategia propiamente “buitre”, que se perfeccionaría paulatinamente. Una serie de casos relevantes muestran claramente este gradual desmantelamiento de la protección soberana en las acciones relativas a la toma de préstamos o de emisión de deuda (Blackman y Mukhi, 2010; Kupelian y Rivas, 2014; Hernández Viguera, 2015; Cruces, 2015). Aquí nos ocupamos de tres, Costa Rica, Argentina y Perú.<sup>10</sup>

El caso de Costa Rica<sup>11</sup> fue uno de los primeros en tener lugar bajo vigencia de la ley FSIA. El gobierno costarricense había suspendido en 1981 todos los pagos de su deuda externa, incluidos los pagarés en dólares emitidos por bancos de propiedad estatal bajo ley de Nueva York, que estaban en poder de un grupo de 39 bancos privados y sindicados acreedores representados por Allied International Bank. 38 de estas entidades llegaron a un acuerdo en 1982 menos el banco Fidelity Union por lo que Allied, como agente, presentó una demanda en representación de todos en el Tribunal Federal del Distrito Sur de Nueva York. Este tribunal sostuvo que los principios de la cortesía internacional frente a los actos de Estado (*comity*) requerían que los tribunales norteamericanos reconocieran la decisión de Costa Rica y sus criterios en la reestructuración, oponiéndose a la petición de los demandantes. Esta decisión fue apelada a instancia de las autoridades estadounidenses que presentaron un escrito a favor de la posición de los acreedores, sosteniendo que “la pretensión unilateral por parte de Costa Rica de reestructuración de las obligaciones privadas resulta incompatible con este sistema de cooperación y de negociación internacional y, por tanto, incompatible con la política estadounidense” (Hernández Viguera, 2015:66). Posteriormente, el Tribunal de Apelaciones del Segundo Circuito revocó el fallo del tribunal de Distrito, pues entendía que la doctrina del “acto de Estado” no era aplicable porque el lugar de emisión de la deuda era EE.UU.

<sup>10</sup> Hay otros muy conocidos, como el de Brasil y el de la República del Congo.

<sup>11</sup> El caso se caratuló *Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola de Cartago and others*, y culminó en 1985



Aunque el gobierno estadounidense, a pesar del fallo favorable, presionó al banco para que aceptara un arreglo extrajudicial en los mismos términos que las restantes 38 entidades, este caso de estableció precedentes importantes en dos sentidos. Primero, porque mostró que la estrategia de discrepancia impulsada por algunos acreedores en marco de reestructuraciones (lo que hoy llamamos *holdouts*) podía funcionar y ser apoyada por el sistema judicial y político; y segundo, porque los recursos defensivos clásicos de los estados, como la doctrina del respeto al acto de estado (*the act of state doctrine*)<sup>12</sup> y el principio de cortesía internacional (*comity*) resultaban insuficientes como defensa frente a las demandas impulsadas por privados (Hernández Viguera, 2015).

El primer caso<sup>13</sup> que involucró a nuestro país sentó un precedente fundamental, pues desde entonces se ha considerado a la emisión de deuda por parte de los estados como una actividad comercial similar a la realizada por agentes privados. En 1981 el gobierno de la última dictadura militar instituyó los seguros de cambio para tomadores de crédito en el extranjero, por lo que el Estado se comprometía a venderles a los inversores aún si tenía lugar una fuerte devaluación. Cuando parte de los créditos vencieron en 1982, el Banco Central no contaba con las reservas suficientes, por lo que, para evitar incurrir en incumplimientos, se ofreció a los acreedores refinanciar el pasivo, mediante la emisión de títulos públicos en dólares estadounidenses denominados Bonods, con vencimiento en 1986. Al momento de su vencimiento, el gobierno democrático de Raúl Alfonsín declaró no tener (nuevamente) las reservas para hacer frente a los pagos, por lo que unilateralmente forzó una reestructuración al sustituirlos por otras obligaciones de plazo de pago.

Dos corporaciones panameñas y un banco suizo (que poseían acreencias por USD 1.300.000) iniciaron una demanda en los tribunales de Nueva York. Los abogados de la Argentina alegaron en su defensa como estado extranjero el derecho de inmunidad soberana. Sin embargo, tanto la Primera Instancia, como la Cámara de Apelaciones y la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos, dictaminaron en contra del país. El fallo, que sentó jurisprudencia, sostuvo que la emisión de bonos, independientemente del propósito de la misma, es una actividad comercial en los

<sup>12</sup> La misma establece que los tribunales de un país no pueden juzgar los actos soberanos de otro estado

<sup>13</sup> El caso, cerrado en 1992, se denominó *Republic of Argentina v. Weltover, Inc.*



términos de la FSIA y que la postergación unilateral de los pagos es una “actividad comercial conexa”, que tiene un efecto directo sobre los Estados Unidos debido a que allí tenían que realizarse los pagos. Para los jueces, ya que el Estado argentino al emitir los bonos había actuado al igual que un privado en el marco de un mercado, y no como un regulador de ese mercado, no podía invocar la inmunidad.

Desde entonces, tanto la colocación de bonos como la decisión de incurrir en cesación de pagos dejaron de ser considerados como actos soberanos, y se equipararon con otras actividades comerciales llevadas a cabo por agentes del sector privado.

El tercer caso, el de *Elliott Assocs. v. Republic of Peru*, es sumamente importante pues implicó la inhibición de la doctrina *Champerty* como elemento de defensa y el inicio de la utilización de la cláusula *pari passu*. Además, marca la entrada en escena de un aguerrido y prolífico litigante, hasta hoy activo, el fondo Elliot de Paul Singer.<sup>14</sup> La doctrina *Champerty* – originada en el derecho anglosajón y presente entonces en la Sección 489 de la ley del Poder Judicial del estado de Nueva York- prohíbe, por considerarla un abuso del proceso, la compra de documentos de crédito vencidos por parte de personas físicas o jurídicas con la intención y el propósito de iniciar demandas judiciales. Como es claro, de haber sido adoptada de manera generalizada en los tribunales estadounidenses, se hubiese eliminado las condiciones que habilitan la estrategia especulativa. El estado peruano, luego de más de una década de problemas con su deuda, llegaba en 1995 a un acuerdo preliminar con el comité de bancos para la reestructuración de sus pasivos que culminó en el Plan de Financiero (conocido como Acuerdo Brady), aprobado en junio de 1996. Ese año, mientras el gobierno de Fujimori negociaba con los acreedores, Elliot compró USD 11.400.00 en títulos de deuda externa peruana, con un valor nominal por encima de los 20 millones. Una vez decretado el plan, Elliott rehusó aceptar la reestructuración y presentó una demanda en la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York, reclamando la totalidad de sus acreencias, más los intereses.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> También en el caso de *CIBC Bank v. Banco Central do Brazil*, cerrado en 1995 y originado en ocasión del canje de ciertos instrumentos de deuda brasileña (los MYDFA) dentro del acuerdo Brady, podemos identificar la operatoria de otro conocido litigante, Dart.

<sup>15</sup> Sólo Elliott y Pravin Banker Associates se negaron a ingresar al canje peruano, pues el resto aceptó los términos de la reestructuración



La defensa peruana argumentó que no debía hacerse lugar a la demanda de Elliot, pues incurría en la práctica ilícita, de acuerdo a la mencionada ley, de adquirir instrumentos de deuda para iniciar acciones judiciales. El juez de primera instancia, luego de una detallada explicitación de los hechos y fundamentos de su decisión, desestimó la demanda por entender que la estrategia de Elliot había tenido como único propósito iniciar acciones legales, lo cual entraba en contradicción con el principio Champerty.

Luego de que Elliott apelara, en octubre de 1999 la Corte de Apelaciones revocó la decisión del tribunal de primera instancia, presentando una particular interpretación de dicha doctrina. Esta corte entendía que la intención y objetivo principal del demandante al comprar la deuda con descuento era cobrar la totalidad de la misma, o *de lo contrario*, iniciar acciones legales. El intento de demanda era, entonces, considerado contingente y accidental, aun cuando se reconocía que “Elliott sabía que Perú no podría, bajo las circunstancias en las que se encontraba, pagar la totalidad de la deuda” (Blackman y Mukhi, 2010).<sup>16</sup>

Luego de que se pronunciara la Segunda Instancia el gobierno peruano intentó revertir, sin éxito, la decisión. En junio del año 2000, se resolvió que Perú debía pagar a Elliott USD 56 millones –quedando por definirse los intereses, que podía llegar a 16 millones- y se le dio a este la posibilidad de ejecutar la sentencia contra bienes de Perú y del Banco de la Nación destinados a uso comercial ubicados en los Estados Unidos. Elliot consiguió, además, bloquear los fondos destinados (vía Euroclear) al pago de los acreedores que ingresaron al acuerdo Brady. Un Tribunal de Apelación de Bruselas, basándose en una novedosa interpretación de la cláusula *pari passu*, determinó que el estado peruano la había violado y dictó una medida cautelar que le impedía pagar los intereses de su deuda reestructurada sin pagarle también, pro rata, a Elliot. Esta cláusula estándar, heredada de los contratos de deuda privados y replicada en los contratos de deuda pública, establece la igualdad de trato entre acreedores con la finalidad de evitar cualquier situación preferencial. Frente a la posibilidad *default* en sus bonos Brady, el gobierno peruano entabló

---

<sup>16</sup> Los autores nos dicen que luego del fallo del Segundo Circuito en el caso de Elliot y Perú, los fondos buitres aparentemente hicieron lobby en la legislatura de Nueva York para modificar la ley. Efectivamente, en agosto de 2004 la ley del poder judicial de Nueva York fue modificada y la sección 489 enmendada, eliminando la defensa Champerty para cualquier deuda que tuviera un valor mayor a los USD 500.000.



negociaciones con Elliott, acordando finalmente el pago de USD 58 millones por todo concepto, lo que significó un beneficio del 400% para el fondo.

Este caso, sin duda, es central para comprender los desarrollos recientes de la litigiosidad en torno a la deuda soberana, pues no sólo supuso una nueva erosión de las posibilidades de defensa de los estados en tribunales extranjeros, sino que sumó la posibilidad del bloqueo de procesos de reestructuración aceptados por una mayoría de acreedores, a partir del impedimento de pagos que pueden colocar a los países frente a la posibilidad de nuevos *defaults*. Desde entonces, otros fondos especulativos invocaron de esta cláusula en litigios con países en desarrollo,<sup>17</sup> pero ninguno tendría el grado de conflictividad y la extensión temporal de la disputa que siguió a la cesación de pagos argentina de 2001.

## **El caso argentino: de la negociación conflictiva durante los gobiernos kirchneristas al pago sin miramientos bajo la administración de Macri**

Es un tema bien conocido el del default argentino ocurrido en diciembre de 2001. El proceso de crecimiento del endeudamiento externo soberano del que es consecuencia directa se inició con la última dictadura militar y alcanzó niveles elevados durante la década de los 90 de la mano del plan de Convertibilidad y de las reformas estructurales de corte liberal inspiradas en el Consenso de Washington.<sup>18</sup> Luego de una década de crecimiento vertiginoso de los pasivos públicos, de cuatro años de recesión y en medio de la crisis política, económica y social que marcó la caída del gobierno del presidente De la Rúa y provocó la sucesión de cuatro presidentes en pocas semanas, el Estado Nacional (durante la breve presidencia del puntano Adolfo Rodríguez Saá) declaró la suspensión de los pagos de la deuda externa, recientemente reestructurada durante el megacanje instrumentado por Domingo Felipe Cavallo. La moratoria alcanzó a una parte de los USD 144.453 millones que alcanzaba entonces la deuda pública. La medida afectó, en principio, a USD 61.803

<sup>17</sup> Por ejemplo, *Red Mountain Finance v. Democratic Republic of Congo* y *LNC Investments v. Nicaragua* ((Blackman y Mukhi, 2010)

<sup>18</sup> Se dice que el modelo de la convertibilidad era divisa-dependiente, pues estableciendo una paridad fija entre el peso y el dólar, ataba la base monetaria (y por tanto la actividad económica) a las reservas en divisas. Éstas, en el marco de la apertura a los flujos de capital y de una constante fuga de capitales, eran obtenidas a partir de (numerosas y cada vez más onerosas) colocaciones de bonos en diferentes plazas financieras, lo que permitía sostener el esquema.



millones en bonos y títulos públicos y a otros USD 8.030 millones de diversas obligaciones (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).<sup>19</sup>

A principios de enero de 2002, asumió la primera magistratura Eduardo Duhalde, quien no avanzaría mucho en la regularización de la deuda con los acreedores privados. Dada la gravedad del cuadro social, económico y político, su gestión se centraría en mantener la gobernabilidad, ordenar y reactivar la economía una vez instrumentada la salida de la convertibilidad, retomar el diálogo con los organismos multilaterales y gestionar el conflicto social. No sería hasta la llegada a la Casa Rosada de Néstor Kirchner en mayo de 2003 que comenzarían las negociaciones con los acreedores, muchos ya organizados en diversos comités representativos.<sup>20</sup>

El flamante gobierno argentino, decidido a resolver el default de manera favorable al país, llevó adelante una estrategia mayormente confrontativa con los acreedores (oficiales y privados), con algunos elementos cooperativos, desde una posición negociadora inicialmente débil pero que se fortalecería con el tiempo,<sup>21</sup> a medida que la economía se recuperaba, el gobierno construía legitimidad en el ejercicio del poder y sumaba algunos apoyos a nivel local e internacional.<sup>22</sup> Entre algunos de los elementos que conformaban esta estrategia, podemos identificar un discurso confrontativo y una agresiva propuesta de reestructuración, con una importante quita sobre el capital.

En este marco, el gobierno nacional se encargó de iniciar el diálogo con los diferentes acreedores dispersos en diversos puntos del globo.<sup>23</sup> Luego de estas reuniones surgió la primera propuesta de reestructuración, presentada por el ministro de Economía Roberto Lavagna y el

<sup>19</sup> El remanente, constituido por deuda con organismos multilaterales (USD 32.362 millones) y los (entonces) recientemente emitidos préstamos garantizados (USD 42.258 millones), permaneció en situación regular (*performing*)

<sup>20</sup> Entre los más importantes encontramos, en EE.UU., el *Argentine Bondholders Committee* (ABC) de inversores institucionales, en Italia la *Associazione per la Tutela degli Investitori in Titoli Argentini*, generalmente conocida como "*Task Force Argentina*" (TFA) constituida por los bancos italianos para representar a sus clientes minoristas a los que habían vendido bonos argentinos y en Alemania la *Argentina Bond Restructuring Agency* (ABRA) de inversores institucionales. Se habían formado también otras organizaciones más pequeñas, mayormente de minoristas y ahorristas, lideradas por abogados o bonistas particulares. Para un mayor detalle ver Basualdo (2015).

<sup>21</sup> Sobre el concepto de estrategia negociadora ver Odell (2000). Para comprender el concepto de posición negociadora ver Nemiña (2011).

<sup>22</sup> Además de la sorpresiva recuperación económica (producto en parte de la liberación de recursos producto de la cesación de pagos), el contexto político nacional e internacional se fue modificando progresivamente en favor de la Argentina, fortaleciendo su dura posición negociadora. La crisis en que estaba sumido el FMI luego de su intervención en la crisis argentina, y los apoyos de los EE.UU. y de gobiernos latinoamericanos de la "nueva izquierda" como los de Brasil y Venezuela, en el plano externo, junto con el brindado por los "sectores productivos" y gran parte de la población, en el plano local, generaron las condiciones para que la estrategia fuera relativamente exitosa.



# VIII Congreso de Relaciones Internacionales

23, 24 y 25 de noviembre de 2016

secretario de Finanzas Guillermo Nielsen en septiembre de 2003 en Dubai, durante el encuentro anual del FMI y del Banco Mundial. La misma anticipaba una quita sobre el valor nominal del 75%, la emisión de tres tipos de bonos (par, cuasi-par y discount), de valores atados al crecimiento de la economía, y tenía como eje articulador la idea de sustentabilidad. La propuesta se apoyaba en varios supuestos: primero, los acreedores eran co-responsables de la situación de default (pues habían invertido en instrumentos de deuda argentina, sabiendo de los riesgos), por lo que debían compartir los costos de la crisis y contribuir a la recuperación argentina; segundo, el gobierno sólo se comprometería a pagar lo que sabía que podía honrar, de allí la necesidad de una importante quita; tercero, el pago no se realizaría en base a los clásicos ajustes (que afectan las condiciones de vida de la población y bloquean las potencialidades de la economía nacional, lo que era política y socialmente inviable dado el cuadro de deterioro y empobrecimiento) ni con nuevo endeudamiento; y cuarto, la capacidad de pago estaría asociada a la obtención de recursos genuinos en base el crecimiento económico, lo que se reflejaba en el compromiso de lograr un superávit fiscal sostenido. De esta forma, las autoridades nacionales cimentaban su propuesta en la idea de sustentabilidad, que combinaba, por un lado, el establecimiento de una quita, de intereses y plazos que permitieran que la deuda, tanto en monto como en estructura, sea atendible, y por otro, la posibilidad de potenciar el crecimiento, que funcionaría a su vez como “garantía” de repago.

La propuesta de Dubai fue fuertemente criticada y rechazada por los diferentes grupos de acreedores, que también habían adoptado una estrategia de confrontación. Al tiempo que constituían un “supercomité” global,<sup>24</sup> acusaban a la Argentina de falta de “buena fe”, realizaban road-shows para persuadir a los restantes acreedores de rechazar la oferta argentina (al tiempo que presentaban sus propias contrapropuestas), petitionaban ante los gobiernos de sus países y los organismos multilaterales y presionaban públicamente en sus declaraciones a los funcionarios argentinos.

<sup>23</sup> La dispersión de la deuda argentina era notable. La deuda elegible para el canje estaba compuesta por 152 bonos, emitidos bajo 8 legislaciones (Argentina, Estados Unidos, Inglaterra, Japón, Alemania, Italia, España y Suiza) y nominados en 6 monedas distintas (peso argentino, dólar estadounidense, euro, yen, libra esterlina y franco suizo)

<sup>24</sup> El *Global Committee of Argentina Bondholders* (GCAB) se formó afines de 2003, y estaba constituido por las principales organizaciones de bonistas creadas a nivel nacional en EE.UU. Italia y Alemania luego del default de 2001. Desde el punto de vista de la negociación, a pesar de intentar constituirse en el interlocutor privilegiado del gobierno argentino, éste nunca le reconoció este papel, pues procuraba mantener al universo acreedor fragmentado para debilitar cualquier instancia única de representación.



Luego de una nueva ronda de diálogo con grupos consultivos, Argentina presentó en junio de 2004 una nueva propuesta, conocida como “propuesta de Buenos Aires” con las especificaciones de la operatoria y algunas mejoras para los acreedores respecto de la primera, asegurando que sería la definitiva.<sup>25</sup> A pesar de las presiones y de especulaciones de diferentes actores de la comunidad financiera internacional, de los acreedores y del sector oficial sobre una nueva oferta que mejorara todavía más los términos del futuro acuerdo de reestructuración, no hubo modificaciones posteriores.

Luego de algunas demoras por problemas “técnicos” a finales de 2004, el canje comenzó a mediados de enero de 2005 y se extendió hasta finales febrero de 2005. En medio de rumores sobre el fracaso de la operatoria y como forma de incentivar la adhesión y asegurarse un umbral mínimo de participación, el Congreso aprobó en febrero la ley 26.017, conocida como “ley cerrojo” que impedía reabrir el canje a los no adherentes. Esta ley se sumaba a una serie de disposiciones legales establecidas para desincentivar la operatoria *holdout*, como la cláusula Right Upon Future Offers (RUFO) que establecía que, si Argentina realizaba a los acreedores reticentes una oferta voluntaria superior a la presentada en el canje antes del fin de 2014, los bonistas adherentes podrían pedir igual tratamiento.

En marzo, en la Casa de Gobierno, el ministro Lavagna y el presidente Kirchner informaban los resultados (el 76,15% de la deuda elegible había sido canjeada), anunciaban la salida del default y presentaban el “éxito” de la operatoria como el inicio de una política de desendeudamiento.<sup>26</sup> En junio se realizaría el intercambio efectivo de instrumentos viejos por nuevos, dándose por finalizado oficialmente el proceso de reestructuración.

Pasaría un lustro para que la tempranamente solicitada reapertura del canje se concretara. Varios sucesos habían tenido lugar en ese período que hicieron resurgir el interés de los inversores. Primero, desde 2008 la crisis mundial había limitado considerablemente las posibilidades de negocios financieros y las tasas de retorno de los mismos; y segundo –a pesar del escepticismo inicial- los bonos argentinos habían resultado ser un buen negocio. Argentina crecía a tasas “chinas”

<sup>25</sup> Para mayores precisiones sobre la oferta de canje ver Damill, Frenkel, y Rapetti (2005)

<sup>26</sup> Que seguiría posteriormente con el pago del total de las acreencias al FMI a principios de 2006 y la regularización de la deuda con el Club de París en 2014, entre otros procesos.





al calor del “boom de las commodities” y pagaba puntualmente sus obligaciones, incluyendo los generosos cupones ligados al PBI. En este contexto, a pedido de una serie de fondos de inversión y en el marco de una negociación marcada por la mutua cooperación, la administración de Cristina Fernández de Kirchner abriría en abril de 2010 la segunda fase de la reestructuración, que llevaría la adhesión (acumulada) al 92,7% de la deuda elegible.<sup>27</sup>

Durante estas dos primeras fases del proceso de reestructuración, los acreedores litigantes estuvieron siempre presentes. Ya tempranamente, en noviembre 2003, un grupo de *hedge funds* con sede en Nueva York<sup>28</sup> había presentado demandas contra la Argentina en el juzgado del distrito Sur de Nueva York, a cargo del juez Griesa. En principio, estas demandas reclamaban el pago de los bonos en cesación de pago, emitidos bajo ley de dicho estado. Luego de los intentos infructuosos de bloquear ambos canjes y embargar distintos bienes del estado argentino, en octubre de 2010, NML pidió permiso al juez para modificar su demanda. Con este cambio de estrategia, los *holdouts* sostenían que Argentina se encontraba, desde 2005, violando el principio de trato igualitario y equitativo derivado de la cláusula *pari passu* presente en los bonos en su poder, y solicitaran una orden (*injunction*) que proveyera los pagos a prorrata a todos los acreedores, lo que suponía impedir el pago a los bonistas reestructurados, a menos que se pagase simultáneamente a los restantes acreedores.

Acordando con el pedido, a fines de 2011, Griesa resolvió que las leyes 26.017 (cerrojo) y 26.547 (suspensión de la ley cerrojo, sancionada en ocasión de la reapertura del canje en 2010) y los pagos realizados desde 2005 a los reestructurados, implicaban la disminución del rango de los bonos de NML, por lo que Argentina se encontraba efectivamente violando la cláusula *pari passu*.

Con el cambio de escenario, el litigio profundizó su conflictividad, pues ambas partes mantendrían su postura y su estrategia confrontativa hasta las últimas consecuencias, esperando un resultado favorable. Los fondos litigantes, que progresivamente fortalecían su posición en sede judicial, continuaron realizando acciones de presión sobre la Argentina como hicieron en otros

<sup>27</sup> La oferta fue levemente menos favorecedora que la del primer canje, pues no podía ser mejor. Para comprender los aspectos económico-financieros de los canjes, ver Muller (2013) y De Lucchi (2014).

<sup>28</sup> Numerosos fondos litigaron contra la Argentina: Bracebrigde (Olifant & FFI), Aurelius, EM Dart, Blue Angel, Montreux, Capital Markets, entre otros. El más conocido y combativo sería NML, del grupo Elliott de Paul Singer.



casos, buscando embargar bienes estatales<sup>29</sup>, impulsando campañas de desprestigio mediáticas (a través de ATFA)<sup>30</sup> y realizando acciones de lobby en el poder legislativo norteamericanos. Por su parte, la Argentina, a pesar de que las distintas instancias de apelación fueron avalando la posición de los litigantes y las decisiones del juez, mantuvo su postura en el tiempo. El gobierno de Cristina Kirchner se negó a acatar los fallos y a ofrecer mejores condiciones de pago a los buitres, apeló cada decisión y continuó abonando los servicios de deuda correspondientes a los canjes, al tiempo que denunciaba en diferentes instancias locales y globales el accionar de los “terroristas financieros”, criticaba el poder judicial estadounidense y buscaba activamente apoyos diplomáticos.<sup>31</sup>

Una seguidilla de decisiones judiciales en Nueva York iría arrinconando a la Argentina. En febrero de 2012 el Juez Griesa emitió una orden requiriéndole a la Argentina que pague a los demandantes en su totalidad cuando se pague a los tenedores de bonos emitidos en 2005 y 2010. La decisión fue apelada en marzo ante la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito, lo que suspendió sus efectos. Esta Corte se expidió en octubre, confirmando la sentencia de primera instancia sobre la existencia de una violación de la cláusula *pari passu* y solicitando a Griesa que aclarase la fórmula de pago a prorrata.

Al mes siguiente el juez resolvió dicha fórmula, estableciendo que correspondía el pago del 100% adeudado a los litigantes junto con el pago de los servicios a los tenedores que ingresaron a los canjes, o de otra forma Argentina se vería impedida de realizar cualquier otro pago relativo a su deuda reestructurada. En diciembre de 2012 la Argentina apeló la decisión, que fue confirmada en agosto de 2013 por la Corte de Apelaciones. Finalmente, en febrero de 2014, el gobierno nacional solicitó a la Corte Suprema de EE.UU. que tomara el caso alegando la violación a la inmunidad de ejecución y advirtiendo de las consecuencias del fallo para la economía nacional y para el futuro de todas las reestructuraciones de deuda. La Corte Suprema decidió en junio abstenerse de intervenir,

<sup>29</sup> De hecho, lograron hacer efectivo el embargo de la Fragata Libertad en 2013, cuando ésta se encontraba en Ghana. Finalmente, la fragata fue liberada luego de un recurso presentado por Argentina en el Tribunal internacional del Derecho del Mar.

<sup>30</sup> Corresponden a las siglas de American Task Force Argentina, un grupo de lobby financiado, entre otros, por Paul Singer

<sup>31</sup> La consigna sostenida por los partidarios del gobierno argentino durante la disputa era “patria o buitres”. La presidenta argentina y sus funcionarios dirigieron duras críticas hacia la persona del juez Griesa y hacia el sistema judicial norteamericano, que tensaron las relaciones con el gobierno de los EE.UU.



quedando el fallo firme. Con este panorama, Argentina fue declarada en *default* selectivo a fines de julio de 2014 al no concretarse el pago del cupón de parte de los bonos emitidos durante los canjes. Como respuesta, en septiembre de ese año, se promulgó en el Congreso la ley 26.984, llamada “de pago soberano” que buscaba sortear el bloqueo de los servicios de deuda a los adherentes a los canjes, en la que se les proponía el canje voluntario de sus instrumentos por otros con nueva sede de pago (Argentina o Francia).

Aunque en junio de 2014, el Juez Griesa había designado al abogado especializado en finanzas Daniel Pollack como “*special master*” para asistir a las partes en las negociaciones, las mismas no avanzaron. La oferta argentina para los litigantes era pagarles en las mismas condiciones dadas a los bonistas reestructurados. Los funcionarios argentinos alegaban que no podían negociar ni acordar voluntariamente un mejor acuerdo hasta tanto no expirara la cláusula RUFO. Como aquellos la habían rechazado desde el primer momento y tenían a su favor una sentencia firme, las tratativas se empantanaron, y siguieron así durante todo 2015. Por su parte, una vez agotada la instancia judicial, Argentina profundizó sus esfuerzos diplomáticos en busca de apoyo como forma de presionar sobre los acreedores. Además de lograr adhesiones de personalidades internacionales y diversos de organismos extranjeros y supranacionales,<sup>32</sup> entre los que se destacó el impulso en la ONU, junto al G77+China, de un marco regulatorio internacional que ordenara las reestructuraciones de deuda y limitar el accionar de los acreedores especulativos. Luego de un año de trabajo, la Asamblea General aprobó en septiembre de 2015 una resolución en donde establece nueve principios que deben guiar las renegociaciones de deuda, que posteriormente el Congreso argentino declaró de interés público.

A pesar de haber expirado la cláusula RUFO, en 2015 no hubo mayores avances en las negociaciones. Además, la dinámica política interna estuvo marcada por la campaña para las elecciones presidenciales de octubre. Durante la misma, varios candidatos aseguraban que era imperativo cerrar el litigio en Nueva York, pues se había extendido en demasía, e impedía el acceso al crédito barato y la llegada de inversiones. La victoria del candidato pro-mercado Mauricio Macri

<sup>32</sup> Todas las adhesiones, además de la postura argentina frente al litigio, se encontraban en una página web creada por la Embajada argentina en EE.UU., [www.allabouttheargentinedebtcase.org](http://www.allabouttheargentinedebtcase.org)



# VIII Congreso de Relaciones Internacionales

23, 24 y 25 de noviembre de 2016

en segunda vuelta por poco más del 51% de los votos, implicó el cierre de un ciclo de más de doce años de gobiernos kirchneristas y la llegada al poder de una administración de otro signo político y con preferencias de política económica marcadamente diferentes.

Con la alianza Cambiemos el tratamiento del litigio con los fondos buitres sufrió un cambio radical. La estrategia era ahora cooperativa y favorable a la posición de los fondos litigantes a los que se les reconocía el derecho legítimo de cobrar sus acreencias. Las bases de este cambio eran, según los funcionarios, por un lado, la posición débil de la Argentina derivada de la sentencia firme que ceñía todo margen de maniobra en las negociaciones y, por otro, la necesidad de cerrar el conflicto y recuperar la “confianza del mundo” luego de más de una década de “irracionalidad”, “malos manejos” y “aislamiento”. El giro se concretó en varios frentes: el discurso hacia los litigantes y los terceros involucrados se moderó (los buitres se transformaron en “acreedores *holdouts*”, el *special master* y el juez Griesa en “nuestros mayores aliados”), la predisposición a dialogar y hacer concesiones se incrementó y se abandonó la agenda de discusiones en la ONU.

En diciembre de 2015, a diez días de iniciado el mandato, los funcionarios de la secretaría de Finanzas<sup>33</sup> viajaron a Nueva York para comenzar las negociaciones con los fondos buitres y los restantes grupos de acreedores a los fines de resolver el conflicto, pagar y permitir que la Argentina “se reinserte en el mundo”, esto es, vuelva a financiarse en los mercados voluntarios de deuda. En febrero se presentó la propuesta al mediador, que incluía dos tipos de arreglos: uno para aquellos que tuvieran sentencia y otro para los que no la tuvieran. La quita contemplada en los mismos sería, en promedio, de un 25% de las sentencias.

El cambio de rumbo y la celeridad del nuevo gobierno para dar solución al conflicto fueron elogiados, internacionalmente, por el gobierno de los EE.UU., el FMI, los propios acreedores e incluso por el juez Griesa, para quien desde el 10 de diciembre “todo había cambiado”. A nivel local, numerosos empresarios mostraron su apoyo al gobierno. En el sistema político, la aprobación de la ley que refrendó los acuerdos y autorizó la emisión de nuevos títulos para financiar el pago a los acreedores demostró el consenso en todo el arco político en torno al cierre del conflicto. Desde el oficialismo (minoría en ambas cámaras) aseguraban que con la salida del *default* llegarían

<sup>33</sup> El presidente Macri nombró en el Ministerio de Hacienda a hombres de fuertes lazos y trayectorias en el mundo financiero internacional: el ex J.P. Morgan Adolfo Pray Gay como ministro y el ex Deutsche Bank Luis Caputo como Secretario de Finanzas, ambos encargados de las tratativas para “salir del *default*”.



# VIII Congreso de Relaciones Internacionales

23, 24 y 25 de noviembre de 2016

inversiones, que generarían crecimiento y trabajo, mientras que en la oposición los gobernadores (incluyendo una gran parte de los que hasta diciembre eran oficialismo) presionaban a sus legisladores para poder con el acuerdo, y una vez abierta la canilla de la deuda desde la administración central, financiarse también en el mercado internacional.

Finalmente, el gobierno argentino llegó a un acuerdo con la mayoría de los *holdouts*, incluidos los fondos buitres más combativos, pudo emitir los títulos para el pago (aunque a una tasa de interés elevada) y logró que el juez levantara la medida cautelar que desde 2014 bloqueaba el pago a los reestructurados. Claramente, la salida del default fue una victoria política importante para el gobierno de Macri, que habilitó nuevamente el mecanismo de la colocación de bonos para financiar al Tesoro. Sin embargo, el cierre del “juicio del ciclo” resultó muy oneroso para nuestro país además de que, en un nivel sistémico, sentó precedentes decididamente negativos de cara a futuras reestructuraciones.

En primer lugar, desde el lado de los acreedores, entendemos que esta resolución llevó a resultados heterogéneos entre los diferentes grupos, tanto entre los *holdins* y los *holdouts*, como al interior de los *holdouts*. Las ganancias extraordinarias de algunos fondos (especialmente NML, que llegó a casi el 1600%) crean incentivos para que los acreedores se nieguen a participar y pongan en peligro cualquier proceso de reestructuración. La profundización de la estrategia buitre sería sumamente peligrosa para países sobreendeudados que necesitan aliviar y reprogramar sus pasivos para poder recuperarse económicamente. En segundo lugar, en caso de que se concreten tales procesos, interpretaciones novedosas de cláusulas estándar (como la realizada por el juez Griesa sobre la *pari passu*) o decisiones judiciales (como la medida cautelar que frenó el pago a los bonistas que adhirieron al canje argentino) pueden derivar en un virtual bloqueo, por parte de una minoría de acreedores, de reestructuraciones consensuadas con amplias mayorías y volverlas imposibles de sostener en el tiempo, generando mayores dificultades a futuro para el país y para el conjunto de los acreedores. En este sentido, el caso argentino dejó numerosos interrogantes sobre los verdaderos alcances y consecuencias de este caso. A pesar del impulso dado al fortalecimiento y mejora de los contratos mediante la incorporación de cláusulas de acción colectivas agregadas y el esclarecimiento de los alcances del principio *pari passu*, prevalece cierta sensación de incertidumbre sobre el derrotero de próximas reestructuraciones y sobre las posibilidades de

21



**Instituto de Relaciones Internacionales**

Universidad Nacional de La Plata Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Calle 48 entre 6 y 7, 5º piso - Edificio de la Reforma - La Plata - Argentina Tel: (54 221) 4230628

[www.iri.edu.ar](http://www.iri.edu.ar)



Instituto de Relaciones Internacionales - UNLP



@iriunlp

morigerar el accionar de estos fondos especulativos. Pues, si algo muestra la historia financiera reciente es que estos actores pueden promover interpretaciones jurídicas novedosas y encontrar intersticios en el sistema legal que explotan en su provecho. Por esto, creemos, impulsar la discusión nacional, internacional y multilateral, de la comunidad financiera y política sobre nuevos marcos que ordenen las negociaciones de reprogramación de pasivos y limiten la estrategia de estos litigantes profesionales, se vuelve imperativa.

## Conclusiones

Los fondos buitres son fondos altamente especulativos que hacen negocios con deuda de países en problemas, a través de una estrategia consistente en comprar títulos públicos con un notorio descuento para luego iniciar demandas judiciales en tribunales extranjeros con la finalidad de cobrar la totalidad de sus acreencias. El desarrollo de dicha estrategia pudo desarrollarse a partir de los cambios ocurridos en el sistema financiero internacional y en la legislación que protegía a los países de ser enjuiciados en tribunales extranjeros. Por un lado, la titularización de las deudas y el crecimiento del mercado secundario de bonos convirtieron a la deuda soberana en una clase más de activos negociables, pudiendo ser adquiridos por actores con diferentes intereses y estrategias de negocios, entre ellos los buitres. Por otro lado, la paulatina erosión de la doctrina de inmunidad soberana a partir del desarrollo de litigios, eliminaron los mecanismos de defensa que poseían los países frente a sus acreedores. Numerosos casos que tuvieron lugar en las últimas décadas muestran este derrotero. Sin embargo, ninguno fue tan prolongado ni despertó tanto interés como el litigio entre los fondos buitre liderados por NML y el Estado argentino, que siguió al default de 2001. Luego de años de estrategias confrontativas, dinámica conflictiva y decisiones judiciales novedosas durante los gobiernos de Néstor y Cristina Kirchner, en 2016 con una nueva administración de signo político opuesto, se resolvió la disputa de manera favorable para los demandantes. A pesar de darse por finalizado el conflicto, los resultados que arrojó generan incertidumbre sobre el futuro de los procesos de reestructuración. Por esto, y ya que las mejoras en los contratos no parecen suficientes, resulta pertinente promover la discusión sobre mecanismos que ordenen las relaciones entre deudores y acreedores en el marco de episodios de crisis de deuda.



## Bibliografía

Basualdo, E. (coord.) (2015) *Ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales de la dictadura a los fondos buitres*. Buenos Aires, Editorial La Página.

Blackman, J. I., y Mukhi, R. (2010). The evolution of modern sovereign debt litigation: vultures, alter egos, and other legal fauna, en *Law & Contemp. Probs.*, v. 73, pp. 47-61.

Cruces, J. (2015) *Una república sin buitres*. Buenos Aires, FCE.

Damill, M., Frenkel, R. y Rapetti, M. (2005) “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, en *Desarrollo Económico*, v. 45, n°. 178, pp. 187-233.

Das et al. (2012) *SovereignDebtRestructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*. IFM Working Paper n° 107. Washington, IMF.

De Lucchi, J.M. (2014) *Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012)*. Documento de Trabajo n° 53. Buenos Aires, CEFIDAR.



# VIII Congreso de Relaciones Internacionales

23, 24 y 25 de noviembre de 2016

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

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

Marichal, C. (2010) *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1973-2008*. Buenos Aires, Debate.

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

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

Ocampo, J.A. (2014) “La crisis latinoamericana de la deuda a la luz de la historia” en Ocampo et al. (comps). *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. Santiago, Naciones Unidas

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

Schvarzer, J. (1984) *Negociación de la deuda externa, los actores, sus encuadres y perspectivas*. Documento de Trabajo N°328. Buenos Aires, CISEA.

Stulz, R (2007) Hedge funds: Past, present, and future en *The Journal of Economic Perspectives*, v. 21, n° 2, pp. 175-194.

