

# El accionar de los “fondos buitre”: una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina<sup>1</sup>

The actions of the “vulture funds”: a characterization based  
on the conflict with the Argentine Republic

Maria Emilia Val<sup>2</sup>

**Resumen:** En los últimos años, los llamados "fondos buitre" se han constituido en uno de los principales temas de la agenda política, jurídica, económica y académica internacional. El caso argentino ha mostrado las consecuencias del accionar especulativo de estos actores para los procesos de reestructuración de deuda soberana y revivido la discusión en torno a iniciativas de reforma en la arquitectura financiera internacional. En este escrito, describiremos la estrategia *buitre*, las condiciones históricas que permitieron la consolidación de la misma y la evolución de los litigios contra países soberanos para finalmente centrarnos en el desarrollo del recientemente concluido conflicto entre la República Argentina y sus acreedores *holdouts*.

**Abstract:** In recent years, so-called "vulture funds" have become one of the main topics in the international political, legal, economic and academic agenda. The Argentine case has shown the consequences of their speculative behavior for sovereign debt restructuring processes of and it has revived the discussion on initiatives to reform the international financial architecture. In this paper, we will describe the vulture strategy, the historical conditions that allowed its consolidation and the evolution of litigation against sovereigns to finally focus on the development of the recently concluded conflict between the Republic of Argentina and its holdout creditors.

**Palabras clave:** Argentina – Deuda soberana – Reestructuración de deuda – Acreedores – Fondos Buitre – *Holdouts* – Negociación

**Keywords:** Argentina – Sovereign debt – Debt Restructuring – Creditors – Vulture funds – Holdouts Negotiation

<sup>1</sup> Recibido 22/02/2017. Aceptado 15/05/2017. La autora agradece los comentarios y sugerencias de Pablo Nemiña y de los revisores anónimos, a quienes se exime de cualquier responsabilidad sobre el contenido del presente trabajo

<sup>2</sup> Licenciada en Sociología (UBA). Maestranda en Sociología Económica y doctoranda en Sociología (UNSAM). Becaria doctoral del CONICET con sede en el Centro de Estudios Sociales de la Economía (IDAES-UNSAM). Docente de la Facultad de Ciencias Sociales (UBA).

## 1. Introducción

Las prácticas de los llamados "fondos buitres" los han constituido en uno de los ejes centrales en la discusión internacional de los últimos años. Las características de sus estrategias y el planteo de diversas iniciativas de reforma de la arquitectura financiera internacional muestran de manera clara la necesidad de establecer controles, limitar sus actividades especulativas y morigerar las consecuencias derivadas de éstas, que son especialmente perjudiciales para los países en desarrollo.

El accionar 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. El caso argentino constituye un hito fundamental en este derrotero de largo plazo. Autores como Guzmán, Ocampo y Stiglitz (2016) han señalado a partir del mismo, el peligro que representan para los procesos de reestructuración de deuda soberana venideros, tanto la conducta desestabilizadora de los fondos buitres como el favorable tratamiento que obtuvieron por parte del sistema judicial norteamericano. Gelpern (2013 y 2016) entiende que los desarrollos en torno al juicio iniciado por NML contra la República Argentina constituyen un importante incentivo para la conducta *holdout* al cambiar el balance de poder a favor de los acreedores. Como respuesta, tomó nuevo impulso la discusión de diversas iniciativas de reforma de los procedimientos de bancarrota soberana y se realizaron modificaciones en los contratos de deuda destinados a restringir los perjuicios que podrían suscitarse en el futuro.

Podemos decir entonces que las consecuencias que se desprenden del más largo y complejo juicio entre una nación soberana y sus acreedores, lo han convertido en un antecedente ineludible para analizar los procesos de reestructuración de pasivos públicos. En este sentido, en este trabajo caracterizaremos a estos inversores y sus estrategias, presentaremos algunos 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.

## 2. Las transformaciones del sistema financiero internacional y el nacimiento de la estrategia *buitre*

Los llamados "fondos buitres" 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>3</sup> Aunque también adquieren deuda corporativa, su accionar más

<sup>3</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 (*pension 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).

controversial se relaciona con los títulos de deuda pública (Nemiña, 2014).

La estrategia de negocios “*buitre*” es altamente agresiva, pues prevalece la negociación confrontativa y tiene escaso lugar la cooperación. La operatoria comienza en el mercado secundario de deuda con la compra de bonos soberanos (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 los pasivos, los *buitres* rehúsan participar (constituyéndose en *holdouts*) e inician acciones judiciales 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 presiones sobre los gobiernos, en paralelo a las demandas judiciales, tales como la búsqueda de activos para embargar y la promoción de campañas de lobby y desprestigio a través de diversos medios, dirigidas a influir sobre el sistema político y la opinión pública.

Los vacíos institucionales y las grietas legales en lo referente a la 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 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>4</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 (*holdout*) y litigar en los tribunales correspondientes (Das et al., 2012).

La operatoria con pasivos soberanos por parte de estos fondos es relativamente reciente, pues se consolida en la década de los 90 con el crecimiento del mercado de deuda luego de la implementación del plan Brady, surgido como respuesta a la crisis latinoamericana iniciada en 1982. Dicha crisis tiene su origen en el formidable incremento del endeudamiento externo de los países en desarrollo durante los 70, en el contexto de alta liquidez y libre movilidad de capitales existente en los inicios de la segunda globalización financiera (Marichal, 2010).

En la década de los 80, 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 en bonos negociables. Luego del Brady, se transformó radicalmente el financiamiento soberano y se crearon las condiciones para la proliferación de litigios, en dos sentidos. Primero, por las características de los instrumentos de deuda que desde entonces prevalecieron. El grueso de la financiación

<sup>4</sup> Existen tres posturas en torno a las modalidades de resolución de esta problemática: 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)

soberana no se obtenía ya con préstamos bancarios, sino a través de la colocación de bonos en plazas internacionales. De esta forma, los títulos públicos se constituyeron en una clase más de activos financieros, sujetos a las fluctuaciones de precios y adquiribles en el mercado en cualquier momento. Segundo, por la fragmentación y atomización que dicha forma de financiamiento introdujo entre los acreedores. Los prestadores ya no eran un número reducido de entidades bancarias relativamente homogéneas, limitadas en sus capacidades de entablar acciones judiciales individuales, interesadas en mantener relaciones en el tiempo y (relativamente) fáciles de organizar en una acción colectiva; sino 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.

Fue así que la posibilidad de adquirir instrumentos de deuda soberana en el mercado secundario con descuento ante episodios de crisis, en un contexto de atomización de los prestadores, permitió a una fracción minoritaria desarrollar y optimizar su estrategia orientada a la obtención de ganancias extraordinarias por la vía judicial.

Estos cambios en el sistema financiero y en las características de la deuda soberana, fueron acompañadas por transformaciones en las legislaciones nacionales y en las interpretaciones jurídicas sobre las doctrinas o principios que impedían que los estados fueron 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*.

### **3. La progresiva erosión del principio de inmunidad soberana: las principales demandas que antecedieron al caso argentino**

Tal como lo explican Kupelian y Rivas (2014), la doctrina de la inmunidad soberana 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 sean objeto de medidas de ejecución por los órganos de otro Estado.

Hasta mediados del siglo XX prevaleció una interpretación absoluta de esta doctrina. A medida que los países incrementaron su participación en el comercio y las finanzas internacionales, dicha concepción se limitó progresivamente, imponiéndose una doctrina restringida.

La doctrina restringida termina con la posibilidad de los Estados de ser inmunes a demandas en el extranjero por cualquier actividad que realicen, pues dicho derecho se niega cuando los gobiernos proceden como lo haría un privado y se reconoce solamente cuando actúan en ejercicio de su autoridad pública, por lo que cobra plena vigencia la teoría de la doble personalidad del Estado. Ésta distingue 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 desempeñan el papel de patrón, comerciante o empresario, considerándose como de carácter privado y, por lo tanto, desprovistos de los 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 demandados ante los tribunales comerciales extranjeros.<sup>5</sup>

Al amparo de este tipo de leyes,<sup>6</sup> los acreedores comenzaron a demandar a los Estados deudores. En una primera etapa, durante los 80, los litigantes eran todavía bancos participantes de la operatoria de los préstamos sindicados o inversores que habían comprado sus títulos para mantenerlos (*buy and hold*) y exigían mejores condiciones que las negociadas por los comités de bancos. En una segunda etapa, luego de la implementación del plan Brady, nace la estrategia agresiva propiamente “buitre” que se perfeccionaría paulatinamente. Una serie de casos relevantes muestran claramente este gradual desmantelamiento de la protección soberana (Blackman y Mukhi, 2010; Kupelian y Rivas, 2014; Hernández Viguera, 2015; Cruces, 2015). Aquí nos ocupamos de tres, Costa Rica, Argentina y Perú.<sup>7</sup>

Uno de los primeros casos bajo la vigencia de la ley FSIA fue el de Costa Rica.<sup>8</sup> El gobierno costarricense suspendió en 1981 los pagos de su deuda externa. De un grupo de 39 bancos privados y sindicados titulares de pagarés en dólares emitidos bajo ley de Nueva York, 38 llegaron a un acuerdo de reestructuración. El restante, el banco Fidelity Union, a través de su representante Allied, presentó una demanda. El Tribunal Federal del Distrito Sur se opuso a la petición, sosteniendo que los principios de la cortesía internacional frente a los actos de Estado (*comity*) requerían que se reconociera la decisión de Costa Rica y sus criterios en la reestructuración. Esta decisión fue apelada a instancias de las autoridades estadounidenses que presentaron un escrito a favor 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

<sup>5</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, mas no por referencia a su propósito” (Kupelian y Rivas, 2014:16-17).

<sup>6</sup> Además, 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.

<sup>7</sup> Hay otros muy conocidos, como el de Brasil y el de la República del Congo.

<sup>8</sup> El caso se caratuló Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola de Cartago and others, y culminó en 1985.

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 Estados Unidos.

Aunque el gobierno estadounidense presionó al banco para que aceptara un arreglo extrajudicial, este caso estableció precedentes importantes en dos sentidos. Primero, porque mostró que la estrategia disidente de algunos acreedores en el marco de reestructuraciones podía ser apoyada por el sistema judicial y político; y segundo, porque los recursos defensivos clásicos, como la doctrina del respeto al acto de Estado (*the act of state doctrine*)<sup>9</sup> y el principio de cortesía internacional (*comity*) resultaban ya insuficientes (Hernández Viguera, 2015).

El primer caso que involucró a nuestro país<sup>10</sup> sentó un precedente fundamental sobre el carácter de las actividades de emisión de deuda. En 1986, al vencer de una serie de títulos públicos en dólares estadounidenses (Bonods) emitidos durante la dictadura, el gobierno democrático de Alfonsín manifestó no contar con las reservas para hacer frente a los pagos y unilateralmente forzó una reestructuración al sustituirlos por otras obligaciones. Dos corporaciones panameñas y un banco suizo que poseían Bonods por USD 1.300.000 iniciaron una demanda en los tribunales de Nueva York. Como Estado extranjero, la Argentina alegó en su defensa la inmunidad soberana. Sin embargo, tanto la Primera Instancia, como la Cámara de Apelaciones y la Corte Suprema de Justicia de los EE.UU. 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 términos de la FSIA y que la postergación unilateral de los pagos es una “actividad comercial conexas”, que tiene un efecto directo sobre los Estados Unidos, debido a que allí se realizaban los pagos. Para los jueces, ya que el Estado argentino al emitir los bonos había actuado al igual que un privado en un mercado y no como un regulador, no podía invocar la inmunidad (Kupelian y Rivas, 2014). Desde entonces, tanto la colocación de bonos como la cesación de pagos dejaron de ser considerados como actos soberanos y se equipararon con las actividades comerciales de agentes del sector privado.

El tercer caso, el de Elliott Associates v. Republic of Peru, es sumamente importante pues implicó la inhibición de la doctrina Champerty 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 Elliott de Paul Singer. 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– prohibía 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 haberse mantenido se hubiesen eliminado las condiciones que habilitan la estrategia judicial-especulativa.

El Estado peruano aprobó en 1996 el Plan Financiero (conocido como Acuerdo Brady) para la reestructuración de su deuda bancaria. Mientras el gobierno de Fujimori negociaba con los acreedores, Elliott compró USD 11.400.000 en títulos de deuda externa, con un valor nominal por encima de los USD 20 millones. Al implementarse la reestructuración, Elliott la rechazó y presentó una demanda en la Corte Federal del Distrito Sur de Nueva York, reclamando la totalidad de sus acreencias, más los intereses.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> La misma establece que los tribunales de un país no pueden juzgar los actos soberanos de otro estado

<sup>10</sup> El caso, cerrado en 1992, se denominó Republic of Argentina v. Weltover, Inc.

<sup>11</sup> Sólo Elliott y Pravin Banker Associates se negaron a ingresar al canje peruano, pues el resto aceptó los términos de la reestructuración

El juez de primera instancia, luego de detallar los hechos y fundamentos de su decisión, desestimó la demanda por entender que la estrategia del fondo había tenido como único propósito iniciar acciones legales, lo cual entraba en contradicción con el principio Champerty (Hernández Viguera, 2015). 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>12</sup>

En junio del año 2000, se resolvió que Perú debía pagar a Elliott USD 56 millones, quedando por definirse los intereses, que podían ser de USD 16 millones. El fondo consiguó, además, bloquear los fondos destinados (vía Euroclear)<sup>13</sup> al pago de los bonos 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 atender su deuda reestructurada sin pagarle también, *pro rata*, al demandante. Esta cláusula estándar establece la igualdad de trato entre acreedores con la finalidad de evitar cualquier situación preferencial. Frente a la posibilidad de *default*, Perú acordó con el litigante el pago de USD 58 millones, 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 la defensa estatal, sino que sumó el bloqueo potencial de los pagos resultantes de procesos de reestructuración aceptados por una mayoría de acreedores, colocando a los países frente a la posibilidad de nuevos *defaults*. Desde entonces, otros fondos especulativos invocaron esta cláusula en litigios con países en desarrollo,<sup>14</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.

#### 4. El desarrollo del caso argentino: la negociación conflictiva durante los gobiernos kirchneristas

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 provocó la sucesión de cuatro presidentes en pocas semanas, a fines de 2001 el Estado argentino declaró

<sup>12</sup> Los autores nos dicen que luego del fallo del Segundo Circuito en el caso de Elliott 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.

<sup>13</sup> Euroclear es uno de los más importantes sistemas de compensación y liquidación de valores financieros del mundo. Su sede central se encuentra en Bruselas, y su papel más conocido es el de depositario de valores, es decir, es el lugar donde se “guardan” acciones, bonos o incluso derivados que representan activos financieros y en el que los titulares cobran las obligaciones derivadas de los mismos.

<sup>14</sup> Por ejemplo, Red Mountain Finance v. Democratic Republic of Congo y LNC Investments v. Nicaragua (Blackman y Mukhi, 2010)

la suspensión de los pagos de la deuda externa.<sup>15</sup> 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 millones en bonos y títulos públicos y a otros USD 8.030 millones de diversas obligaciones (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005).<sup>16</sup> No sería hasta la llegada a la Casa Rosada de Néstor Kirchner en mayo de 2003 que comenzarían a renegociarse los pasivos en *default* en manos de tenedores privados.<sup>17</sup>

Entendemos que toda negociación, incluida la de los pasivos públicos, es una secuencia dinámica y cambiante de acciones en la cual dos o más partes realizan demandas y propuestas con la finalidad de llegar a un acuerdo o resolver un conflicto. Tanto la dinámica como los resultados del proceso están influidos, entre otros elementos, por la estrategia que despliegan los actores y la posición negociadora que detenten. La estrategia de negociación es el conjunto de comportamientos asociados con un plan para alcanzar algún objetivo. La misma puede ser integrativa/cooperativa o distributiva/confrontativa.<sup>18</sup> La posición negociadora expresa el grado de fortaleza que se ostenta en la negociación, el cual puede dar lugar a una posición fuerte o débil (Odell, 2000; Nemiña, 2011a y 2011b).<sup>19</sup>

En el caso de la renegociación iniciada en 2003, el flamante gobierno argentino, decidido a resolver el *default* de manera favorable al país, implementó una estrategia mixta con los acreedores privados, mayormente confrontativa con algunos elementos cooperativos, desde una posición negociadora inicialmente débil pero que se fortalecería con el tiempo, a medida que la economía se recuperaba, el gobierno construía legitimidad en el ejercicio del

<sup>15</sup> El aumento del endeudamiento externo, del que el default soberano de 2001 es consecuencia, 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 neoliberal inspiradas en el Consenso de Washington (Basualdo, 2015).

<sup>16</sup> El remanente, integrado 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>17</sup> Muchos ya estaban organizados en diversos comités representativos. 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>18</sup> Esta distinción dicotómica es realizada en términos típico-ideales, ya que cualquier estrategia concreta supone una combinación dentro de una gradiente que se extiende entre las estrategias confrontativa y cooperativas puras. La confrontativa consiste en buscar un acuerdo en el cual una de las partes gane a expensas de la otra, en relación a la situación existente previamente. El negociador en este caso insistirá en que la parte que representa no hará concesiones y se resistirá a hacerlas. En el polo opuesto, la cooperativa promueve el logro de metas que no están en conflicto, esto es, acciones diseñadas para aumentar la "torta" a repartir más que simplemente dividirla, lo que supone en algún grado realizar concesiones (Odell, 2000; Nemiña, 2011a y 2011b).

<sup>19</sup> El grado de fortaleza en la posición puede evaluarse a partir de, por ejemplo, la existencia de apoyos por parte de actores que posean intereses compartidos o similares, la neutralización de enfrentamientos con actores que posean intereses divergentes o el contexto macroeconómico local e internacional (Nemiña, 2011a y 2011b).



poder y sumaba apoyos a nivel local e internacional.<sup>20</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.<sup>21</sup> La primera propuesta de reestructuración<sup>22</sup> se realizó en septiembre de 2003. La presentación solo describía los aspectos generales de la operatoria: no reconocía los intereses adeudados, planteaba una quita del 75% sobre el valor nominal, y anticipaba la emisión de tres tipos de bonos (a la par y con descuento) y de valores atados al crecimiento de la economía.

La llamada “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>23</sup> acusaban a la Argentina de falta de “buena fe”, realizaban road-shows para persuadir a los restantes acreedores de rechazar la oferta (al tiempo que presentaban sus propias contrapropuestas), peticionaban ante los gobiernos de sus países y los organismos multilaterales y presionaban públicamente en sus declaraciones a los funcionarios argentinos.

En junio de 2004, Argentina presentó una nueva propuesta, conocida como “propuesta de Buenos Aires” con las especificaciones de la operatoria, que contenía algunas mejoras para los tenedores de títulos.<sup>24</sup> A pesar de las presiones y 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.

El canje comenzó a mediados de enero de 2005 y se extendió hasta finales de febrero de ese año. En medio de rumores sobre el fracaso de la operatoria, como forma de

<sup>20</sup> Además de la recuperación económica (producto en parte de la liberación de recursos derivada de la cesación de pagos), el contexto político nacional e internacional se fue modificando en favor de la Argentina, fortaleciendo su posición negociadora. La crisis en la que estaba sumido el FMI luego de la intervención en la crisis argentina, el apoyo de los EE.UU. en momentos clave de la negociación con los acreedores y el Fondo y de los 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.

<sup>21</sup> La dispersión de las acreencias 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>22</sup> Además de comprender que los acreedores eran co-responsables de la situación de default, por lo que debían compartir los costos del mismo aceptando un importante recorte sobre el valor de los títulos en su poder, las autoridades nacionales cimentaban su propuesta en la idea de sustentabilidad. Ésta combinaba, por un lado, el establecimiento de una elevada quita inicial, de intereses y plazos que permitirían que la deuda, tanto en monto como en estructura, sea atendible, y por otro, la posibilidad de potenciar el crecimiento de la economía argentina, lo que permitiría generar los recursos para atender los compromisos financieros, funcionando como “garantía” de repago.

<sup>23</sup> El Global Committee of Argentina Bondholders (GCAB) se formó a fines 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.

<sup>24</sup> Para mayores precisiones sobre la oferta final de canje ver Damill, Frenkel, y Rapetti (2005).

estimular la adhesión y asegurarse un umbral mínimo de participación, el Congreso aprobó en febrero la ley 26.017, conocida como “cerrojo” que impedía reabrir el canje a los no adherentes. Esta normativa se sumaba a una serie de disposiciones legales establecidas en los prospectos para desincentivar la operatoria *holdout*, como la cláusula Right Upon Future Ofers (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 se anunciaba la salida del *default*, se daban a conocer los resultados “exitosos” de la reestructuración (el 76,15% de la deuda elegible había sido canjeada) y se presentaba la operatoria como el inicio de una política de desendeudamiento.<sup>25</sup> En junio se realizaría el intercambio efectivo de los instrumentos viejos por los nuevos, dándose por finalizado oficialmente el proceso de reestructuración.

Pasaría un lustro para que la tempranamente solicitada reapertura del canje se concretara. A instancias del 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 etapa de la reestructuración, que llevaría la adhesión (acumulada) al 92,7% de la deuda elegible.<sup>26</sup>

Durante estas dos primeras fases del proceso de canje, los acreedores litigantes estuvieron siempre presentes. De hecho, desde 2002, diversos acreedores institucionales y minoristas presentaron demandas en el juzgado del distrito Sur de Nueva York, a cargo del juez Griesa,<sup>27</sup> reclamando el pago de los bonos emitidos bajo la ley de dicho estado.

El escenario cambió cuando, en octubre de 2010 y luego de varios intentos infructuosos de bloquear el canje y embargar bienes del Estado argentino, NML Capital modificó su estrategia judicial, sumando un elemento clave. En el escrito presentado entonces se sostenía que Argentina, con 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 que el país había realizado desde 2005 a los reestructurados sin atender las obligaciones con los demandantes, había subordinado a NML frente a los acreedores que suscribieron los canjes y que, por lo tanto, se encontraba, violando el principio de trato igualitario y equitativo derivado de la cláusula *pari passu* presente en los contratos. Allí se solicitaba además que el juez arbitrara las medidas necesarias para que el país cumpla de manera efectiva con su obligación de trato igualitario (Amaya y Tuculet, 2014).

Con este giro, el litigio se aceleró y profundizó su conflictividad, pues ambas partes sostendrían los lineamientos generales de su estrategia confrontativa hasta las últimas consecuencias, esperando un resultado favorable. Los litigantes encabezados por NML,<sup>28</sup>

<sup>25</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. Para un análisis del desendeudamiento ver De Lucchi (2014).

<sup>26</sup> La oferta fue levemente menos favorecedora que la del primer canje. Para comprender los aspectos económico-financieros de los canjes, ver Müller (2013)

<sup>27</sup> Desde 2002 los acreedores iniciaron demandas en diferentes ciudades del globo, pero las más significativas para el desarrollo posterior del conflicto se realizaron en Nueva York.

<sup>28</sup> De acuerdo con Burgueño (2013) la parte demandante en la causa *pari passu* estaba formada por un conjunto de hedge funds (NML Capital Ltd. –cuyo fundador, Paul Singer, lideraba la iniciativa-, Aurelius Capital Master Ltd., ACP Master Ltd., Blue Angel Capital I LLC, Aurelius Opportunities Fund II, Olifant Fund Ltd) y tenedores minoristas (un grupo de aproximadamente quince argentinos presentados en los escritos como “Pablo Alberto Varela et al.”)

que progresivamente verían fortalecida su posición en sede judicial, continuaron emprendiendo acciones de presión sobre la Argentina como hicieron en otros casos, buscando embargar bienes estatales,<sup>29</sup> impulsando campañas de desprestigio (a través de ATFA)<sup>30</sup> y realizando lobby en el poder legislativo norteamericano. Por su parte, la Argentina mantendría una posición firme de no negociar ni hacer concesiones a los litigantes. El gobierno de Cristina Kirchner no acataría los diferentes fallos, apelaría cada decisión y continuaría abonando los servicios de deuda correspondientes a los canjes.

Sin embargo, una seguidilla de decisiones judiciales en Nueva York, irían arrinconando a la Argentina y obligándola a modificar algunos elementos de su estrategia (Amaya y Tuculet, 2014 y Kupelian y Rivas, 2014). Acordando con el pedido de NML, el 7 de diciembre de 2011, Griesa resolvió que las acciones de la República Argentina denunciadas por el fondo de Singer implicaban la disminución del rango de los bonos de los demandantes, por lo que Argentina se encontraba efectivamente violando la cláusula *pari passu*.

El 23 febrero de 2012 el juez emitió una orden sobre la modalidad de cumplimiento efectivo del trato igualitario, estableciendo que la Argentina debía pagar a los demandantes de manera proporcional, simultánea o anticipadamente, toda vez que abonase a los tenedores de títulos emitidos en 2005 y 2010. La orden no sólo obligaba al Estado argentino, sino que establecía que debía informarse a todas las partes involucradas de manera directa o indirecta en el proceso de pago. La decisión fue apelada ante la Corte del Segundo Circuito, lo que suspendió sus efectos. Esta Corte se expidió el 26 de 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 *pro rata*.

El 21 de noviembre el Juez dio a conocer dicha fórmula, estableciendo que Argentina debía abonar el 100% adeudado a los litigantes con el pago de los servicios de los bonos de los canjes, antes del 15 de diciembre de ese año (fecha en que debía abonarse a los reestructurados) o de otra forma el país se vería impedido de realizar cualquier otro pago relativo a su deuda reestructurada. Para esto, prohibió también a las terceras partes (principalmente el Bank of New York) intervenir en el procesamiento de los pagos en caso de que la República no cumpliera el fallo. Argentina y otros actores (bonistas reestructurados, el propio BONY) apelaron también esta decisión. Paralelamente, comenzaban a sumarse apoyos por parte de gobiernos, instituciones y figuras internacionales.<sup>31</sup> La orden de Griesa fue confirmada en agosto de 2013 por la Corte de Apelaciones, quien negó que la misma tuviera consecuencias negativas para los mercados de capital y la economía global.

Este fue un momento de quiebre, dado el resultado claramente perjudicial para la Argentina en dos instancias judiciales. En respuesta a este panorama que debilitó su posición, el gobierno modificaría levemente su estrategia inicial de no negociar ni pagar, incorporando algunos elementos cooperativos. Específicamente, abrió la posibilidad (hasta

<sup>29</sup> Entre los episodios más conocidos figuran el intento de embargar activos del Banco Central de la República Argentina en la causa conocida como “alter ego” iniciada en 2006 y la retención de la fragata Libertad en Ghana durante 2012. Ambos casos, entre varios otros, se resolvieron a favor de la Argentina.

<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> Los apoyos, muchos de ellos bajo la forma de presentaciones amicus curiae, vinieron de una variedad de actores: el gobierno de los EE.UU., la Reserva Federal, Anna Krueger y fondos como Gramercy y Fin-tech, entre otros.

entonces ausente) de negociar algún pago futuro, promulgando, en septiembre de 2013, de la ley 26.886 que habilitaba la apertura de una tercera ronda de canje para los *holdouts*. Aunque de esta forma mostraba buena voluntad y ánimo de negociación, los márgenes para la misma eran limitadas, pues un virtual acuerdo no podía implicar términos y condiciones financieros mejores a los ofrecidos en 2010. Además, los *buitres* no flexibilizaron su estrategia: ya habían rechazado dos rondas de canje y tenían en su poder sentencias que les aseguran el cobro del 100% de sus acreencias, las que fortalecían su posición.

Si bien por primera vez, el gobierno realizaba una concesión y presentaba una oferta de pago, esto no impidió que la orientación confrontativa general de la estrategia se mantuviera. La presidenta y sus funcionarios continuarían denunciando en diferentes instancias locales y globales el accionar de los “terroristas económicos”,<sup>32</sup> criticando al poder judicial estadounidense y buscando activamente apoyos diplomáticos.<sup>33</sup>

Finalmente, en febrero de 2014 se llegó a la última instancia de apelación. El gobierno nacional solicitó a la Corte Suprema de Estados Unidos que tomara el caso alegando la violación a la inmunidad soberana y advirtiendo nuevamente de las consecuencias de la decisión del juez para la economía nacional y para las futuras reestructuraciones de deuda. La Corte decidió en junio abstenerse de intervenir, quedando el fallo firme. En este contexto, y al no concretarse el pago del cupón de parte de los bonos emitidos durante la reestructuración por el virtual bloqueo derivado de la *injunction* del juez, Argentina fue declarada en *default* a fines de julio de 2014.<sup>34</sup> Como respuesta, en septiembre de ese año se aprobó 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 nuevas sedes 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 continuaba siendo pagarles en las mismas condiciones dadas a los bonistas en 2010. Los representantes argentinos alegaban que no podían negociar ni acordar voluntariamente un mejor acuerdo hasta tanto no expirara la cláusula RUFO. Como aquellos las habían rechazado desde el primer momento, las tratativas se empantanaron.

Por otra parte, una vez agotada la instancia judicial, Argentina profundizó sus esfuerzos diplomáticos en busca de apoyo como forma de presionar sobre los acreedores, lograr un acuerdo y evitar abonar la sentencia judicial. Además de continuar sumando

<sup>32</sup> *Discurso de Cristina Fernández de Kirchner ante la 69ª Asamblea General de las Naciones Unidas. Nueva York, 24 de septiembre de 2014.*

<sup>33</sup> 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 Estados Unidos.

<sup>34</sup> La deuda argentina fue declarada en default selectivo por las agencias calificadoras al impedirse el procesamiento del pago de USD 539 millones correspondientes al cupón de una parte de los bonos discount emitidos en el canje. La Argentina había de hecho girado los fondos desde el Banco Central al Banco de Nueva York, agente fiduciario, para que este los distribuyera entre los agentes de pago que los harían llegar a las cuentas de los titulares de los bonos. En este sentido, Argentina mostraba tener capacidad financiera para hacer frente a sus obligaciones y voluntad de pago al girar los fondos, por lo que los funcionarios nacionales decían que no era un default que pudiera atribuirse al comportamiento argentino, sino que era resultado de las decisiones del juez neoyorquino.

adhesiones de personalidades internacionales y diversos organismos extranjeros y supranacionales, se destacó el impulso en la ONU, junto al G77+China, de un marco regulatorio internacional para ordenar las reestructuraciones de deuda y limitara el accionar de los acreedores especulativos. La estrategia apuntó a lograr apoyos mayoritarios en un órgano que fuera neutral y permeable a las inquietudes e iniciativas de los países en desarrollo. Así, la Asamblea General de las Naciones Unidas aparecía como un ámbito más democrático, representativo y equitativo que otros, como por ejemplo el FMI, en donde el poder de voto está desigualmente distribuido en favor de los países centrales, lo que hace que en estos prevalezcan la agenda y los intereses de los mismos.

En septiembre de 2014 la Asamblea General aprobó la resolución 68/304 “Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana”, que establecía como objetivos “elaborar y aprobar, mediante un proceso de negociaciones intergubernamentales y con carácter prioritario (...) un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana con miras a (...) aumentar la eficiencia, la estabilidad y la previsibilidad del sistema financiero internacional y lograr un crecimiento económico sostenido, inclusivo y equitativo y el desarrollo sostenible, de conformidad con las circunstancias y prioridades nacionales a fin de promover su crecimiento económico inclusivo y su desarrollo” (Asamblea General de la ONU, 2014: 4-5)

En diciembre de 2014 se creó el Comité Ad Hoc que sería el encargado de elaborar una propuesta de marco multilateral. Éste contó con la participación de representantes de diversos estados nacionales, expertos de renombre internacional, ONGs y organizaciones especializadas. En la sesión del 10 de septiembre de 2015 se sometieron a votación los nueve principios elaborados por el Comité.<sup>35</sup> Con 136 votos a favor, 41 abstenciones y 6 en contra,<sup>36</sup> la Asamblea adoptó los “Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana” mediante la Resolución 69/319.<sup>37</sup> Si bien la aprobación fue presentada por el gobierno argentino como una victoria diplomática, el carácter no vinculante de las disposiciones de la Asamblea General hizo que la resolución tuviera efectos limitados sobre las negociaciones concretas.<sup>38</sup>

<sup>35</sup> Estos principios incluyen 1) el derecho de los Estados de elaborar su política macroeconómica, incluida la reestructuración de la deuda; 2) el principio de buena fe; 3) el principio de transparencia; 4) el principio de imparcialidad; 5) el principio de trato equitativo; 6) el principio de inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución; 7) el principio de legitimidad; 8) el principio de sustentabilidad; y 9) la imposibilidad de que los acuerdos de reestructuración celebrados entre la mayoría cualificada de acreedores y los Estados se vean afectados, perjudicados u obstaculizados por otros Estados, o por una minoría no representativa de acreedores (Asamblea General de la ONU, 2015).

<sup>36</sup> Quienes se pronunciaron a favor son en su mayoría los gobiernos de las naciones en desarrollo, mientras los votos negativos corresponden a países desarrollados (Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Japón, Canadá) o bien a aliados estratégicos de éstos (Israel). Entre las abstenciones encontramos algunos casos interesantes. Por un lado, Grecia adoptó esta posición a pesar de contar con un gravísimo problema de endeudamiento soberano; por otro, se observa que México y Colombia fueron los únicos países de Latinoamérica (región afectada por recurrentes crisis de deuda) que se pronunciaron en este sentido de mayor neutralidad, lo que puede entenderse por su histórico alineamiento con los Estados Unidos.

<sup>37</sup> Por medio de la ley 27.207, el Congreso argentino declaró dicha resolución de orden público y la incorporó al ordenamiento interno nacional.

<sup>38</sup> Este carácter no vinculante queda bien explicitado en el texto de la propia resolución 69/319, que propone “invitar a los Congresos miembros a adoptar en sus ordenamientos jurídicos internos los Prin-

A pesar de haber expirado la cláusula RUFO en diciembre de 2014, durante 2015 no hubo mayores progresos en las negociaciones, pues el gobierno decidió avanzar prioritariamente en el frente político-diplomático a través del trabajo en la ONU. 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 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.

## 5. “Cambiamos” y la resolución del conflicto

Con el inicio del gobierno de la alianza Cambiamos el tratamiento del litigio con los *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 a partir de la orden obtenida en Nueva York. 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 ponerle fin a más de una década de “irracionalidad” y “malos manejos” en torno al conflicto para recuperar la “confianza” y tomar las medidas para salir del “aislamiento” en que se encontraba la economía argentina.<sup>39</sup>

El giro en la estrategia se concretó en varios frentes: se reconocía el interés (compartido con los *buitres*) de cerrar el caso, el discurso hacia los litigantes y los terceros involucrados se moderó (los *buitres* se transformaron en “acreedores” o “*holdouts*”, el *special master* y el juez Griesa en “nuestros mayores aliados”), la predisposición a dialogar, hacer concesiones y cumplir las disposiciones del juez se incrementó y se abandonó la agenda de discusiones en la ONU.

En diciembre de 2015, a pocos días de iniciado el mandato, los funcionarios de la secretaría de Finanzas<sup>40</sup> viajaron a Nueva York para comenzar las negociaciones con los fondos *buitre* 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 de pago, que incluía dos ofertas: uno para aquellos que obtuvieron sentencia *pari passu* (la oferta *pari passu*, que discriminaba a su vez entre los que tuvieran o no sentencia monetaria) y otro para los que no tuvieran (oferta base). Se aseguraba que la propuesta daba respuesta a reclamos por un monto aproximado de USD 9.000 millones, implicando una quita de

cipios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana” (Asamblea General de la ONU, 2015:5).

<sup>39</sup> En esta sintonía, que se basa en un diagnóstico particular del funcionamiento macroeconómico precedente, prontamente se eliminaron los controles en el mercado de cambios y sobre los movimientos de capital, que abrieron el camino al posterior endeudamiento público y privado.

<sup>40</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”.

alrededor del 25% sobre las sentencias.<sup>41</sup>

El cambio de rumbo y la celeridad del nuevo gobierno para dar solución al conflicto fueron elogiados, internacionalmente, por el gobierno de los Estados Unidos, 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 a la postura oficial. En el sistema político, la aprobación de la ley 27.249 que refrendó los acuerdos y autorizó la emisión de nuevos títulos para financiar el pago a los acreedores demostró el consenso en (casi) todo el arco político en torno al cierre del conflicto.<sup>42</sup> Desde el oficialismo (minoría en ambas cámaras) aseguraban que con la salida del *default* llegarían 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 luego de aprobada la ley, 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 *buitre* más combativos, pudo emitir en abril los títulos que permitieron abonar al contado (aunque a una tasa de interés todavía elevada)<sup>43</sup> y logró que el Juez levantara el bloqueo que impedía el pago a los bonistas reestructurados. Claramente, la salida del *default* fue una victoria política importante para el gobierno de Macri, que también rehabilitó el mecanismo de la colocación de bonos en el exterior para financiar al Tesoro. Sin embargo, el resultado del cierre del “juicio del siglo” supuso una derrota de 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, en el futuro, los acreedores se nieguen a participar y pongan en peligro cualquier proceso de reestructuración.<sup>44</sup> 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 pro-

<sup>41</sup> Para mayores detalles, ver el comunicado “Argentina presenta formalmente su oferta a los holdouts para poner fin a los litigios en Nueva York” y la “propuesta de Settlement” (5 de febrero de 2016, Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas).

<sup>42</sup> La mencionada ley convalidó los acuerdos alcanzados con los acreedores y autorizó la emisión de títulos para la obtención de los fondos que permitieran hacer frente a los pagos. Además, incluyó la derogación de las leyes 26.017 (“cerrojo”) 26.547 (suspensión de la ley “cerrojo”), 26.886 (apertura tercera ronda de canje) y 26.984 (pago soberano), que había ordenado Griesa como condición para permitir los pagos. El único bloque que se opondría a la sanción de la misma sería el del hasta 9 de diciembre oficialismo, el Frente para la Victoria-PJ, entre cuyos legisladores se encontraba el ex ministro de Economía y Finanzas Axel Kicillof.

<sup>43</sup> Fueron emitidos, bajo ley de Nueva York, cuatro bonos por un valor de USD 16.500.000, con tasas de interés que oscilaron entre el 6,25 y el 7,625% anual y plazos de maduración de entre 3 y 30 años. (Resolución 146, Anexo I, Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas) De este monto, USD 9.300 millones fueron destinados al pago de los acuerdos suscriptos por el gobierno y los diferentes grupos de holdouts (Comunicado de prensa del 22 de abril de 2016, Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas).

<sup>44</sup> Si bien la estrategia *buitre* es costosa, pues implica una inversión en tiempo y recursos financieros que no todos los acreedores pueden afrontar, lo cierto es que con fallos altamente favorables se crean incentivos para que aquellos que puedan costearla busquen ganancias extraordinarias por la vía judicial.

cesos, interpretaciones novedosas de cláusulas estándar (como la realizada por el juez Griesa sobre la *pari passu*) o decisiones judiciales (como la disposición que frenó el pago a los bonistas que adhirieron a los canjes) pueden derivar en un virtual bloqueo, por parte de una minoría, de reestructuraciones consensuadas con amplias mayorías y volverlas insostenibles en el tiempo, generando mayores dificultades para el país en cuestión 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 colectiva agregadas y el esclarecimiento de los alcances del principio *pari passu*, e incluso luego de la aprobación en la ONU de nueve principios que deben guiar a las partes durante las renegociaciones, prevalecen las dudas y la incertidumbre sobre el derrotero de próximas reestructuraciones y sobre las posibilidades de 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.

## 6. Conclusiones

Los fondos *buitre* 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 restricción de la doctrina de inmunidad soberana a partir del desarrollo de litigios, erosionó 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. Luego de años de conflicto y confrontación 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. Los *buitres* mantuvieron durante todo el conflicto una estrategia abiertamente confrontativa, y su posición negociadora se fortaleció a medida que obtenían sentencias favorables. Las mismas, complementariamente, debilitaron la posición de la Argentina en sede judicial a pesar de contar con apoyos políticos y diplomáticos internacionales. Además, estas decisiones de la justicia neoyorkina en torno a la demanda *pari passu* obligaron a flexibilizar la dura estrategia de Cristina Kirchner, incorporando algunos elementos cooperativos, pero sin que esto implicara cambiar la orientación general de confrontación que se mantendría hasta que abandonó el poder.



Con la llegada de Mauricio Macri al Poder Ejecutivo a fines de 2015, la estrategia de manejo del conflicto tendría un giro radical. La nueva administración, contando con apoyos externos e internos, asumió una postura cooperativa, se mostró predispuesta a cerrar el litigio y atender las disposiciones del juez y los reclamos de los acreedores. Esto permitió la rápida resolución del conflicto de manera favorable para el grupo de *holdouts*. A pesar de darse por finalizado el proceso, 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.

## 7. Bibliografía

- Araya, Tomás M. y Tuculet, María Victoria (2014) “El principio de inmunidad estatal y los procesos de reestructuración de deuda soberana”. *La Ley*, n° 153. Buenos Aires, Thomson Reuters, pp.1-10.
- Basualdo, Eduardo. (coord.) (2015) *Ciclo de endeudamiento externo y fuga de capitales de la dictadura a los fondos buitres*. Buenos Aires, Editorial La Página.
- Blackman, Jonathan I., y Mukhi, Rahul (2010). “The evolution of modern sovereign debt litigation: vultures, alter egos, and other legal fauna”. *Law & Contemp. Probs.*, v. 73, pp. 47-61.
- Burgueño, Carlos (2013) *Los buitres. Historia oculta de la mayor operación financiera contra la Argentina*. Buenos Aires, Edhasa.
- Cruces, Juan José. (2015) *Una república sin buitres*. Buenos Aires, FCE.
- Damill, Mario; Frenkel, Roberto y Rapetti, Martín (2005) “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”. *Desarrollo Económico*, v. 45, n° 178, pp. 187-233.
- Das, Udaibir S.; Papaioannou, Michael G. y Trebesch, Christoph (2012) “Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts” *IFM Working Paper* n° 107. Washington, IMF.
- De Lucchi, Juan Matías (2014) “Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012)”. *Documento de Trabajo* n° 53. Buenos Aires, CEFIDAR.
- Gelpern, Anna (2013) “Sovereign damage control”. *DICE Report*, v. 11, n° 3, p. 10.
- Gelpern, Anna (2016) “Courts and Sovereigns in the Pari Passu Goldmines”. *Capital Markets Law Journal*, v. 11, n° 2, pp. 251-277
- Guzmán, Martín; Ocampo, José Antonio y Stiglitz, Joseph (eds.). (2016). *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*. Estados Unidos, Columbia University Press.
- Hernández Viguera, Juan (2015) *Los fondos buitre, capitalismo depredador*. Buenos Aires, Capital Intelectual.

- Kupelian, Romina y Rivas, María Sol (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, Carlos (2010) *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1973-2008*. Buenos Aires, Debate.
- Müller, Alberto (2013) “Default y reestructuración: ¿Cuál fue la real quita de la deuda pública argentina?”. *Documento de Trabajo n°32*. Buenos Aires, CESPFA-FCE.
- Nemiña, Pablo (2014) “Fondos Buitres”. Adelstein, Andreína y Vommaro, Gabriel (co-ords.) *Diccionario del léxico corriente de la política argentina. Palabras en democracia (1983-2013)*. Los Polvorines, UNGS, pp. 180-183.
- Nemiña, Pablo (2011a) *La relación entre el FMI y los Gobiernos tomadores de créditos. Los procesos de negociación con la Argentina durante el estallido y la salida de la crisis de la convertibilidad (1998-2006)*. Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires, mimeo.
- Nemiña, Pablo (2011b) “Estrategias de negociación del FMI y la Argentina durante el período 2003- 2004”. *Temas y Debates*, v. 15, pp.87-113.
- Odell, John (2000) *Negotiating the world economy*. New York, Cornell University Press.
- Stulz, René (2007) “Hedge funds: Past, present, and future”. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 21, n° 2, pp. 175-194.

## Documentos

- Asamblea General de la ONU (2014) Resolución 68/304 aprobada por la Asamblea General el 9 de septiembre: Hacia el establecimiento de un marco jurídico multilateral para los procesos de reestructuración de la deuda soberana
- Asamblea General de la ONU (2015) Resolución 69/319 aprobada por la Asamblea General el 10 de septiembre: Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana
- Cristina Fernández de Kirchner (2014) Discurso ante la 69ª Asamblea General de las Naciones Unidas. 24 de septiembre.*
- Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016) Resolución 146, Anexo I.
- Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016) Comunicado de prensa “Argentina sale del default tras el levantamiento de las medidas cautelares y deja atrás el litigio con los holdouts”. 22 de abril.
- Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016) Comunicado de prensa “Argentina presenta formalmente su oferta a los *holdouts* para poner fin a los litigios en Nueva York”. 5 de febrero.
- Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (2016) Propuesta de Settlement. 5 de febrero.