



# Estudios

## Argentina vs. los “fondos buitres”. El rol de Estados Unidos y la tesis de la disciplina financiera

**Esteban Actis<sup>1</sup>**

**Nicolás Creus<sup>2</sup>**

### Introducción

El presente artículo se propone realizar un análisis en torno a la decisión adoptada en junio de 2014 por parte de la Corte Suprema de Estados Unidos de rechazar el pedido del gobierno argentino para que revise el fallo del juez federal de primera instancia Thomas Griesa, confirmado por la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York, en el cual se condenaba a la Argentina –mediante una particular interpretación de la cláusula *pari-passu* incorporada en el prospecto de los bonos caídos en *default* en diciembre de 2001, referida al trato igualitario de los bonistas acreedores– a pagarle al fondo de inversión demandante, NML Capital Ltd., el 100% de lo reclamado en un único pago junto al pago de los bonistas reestructurados. En consecuencia el fallo de primera instancia adverso para el país quedó firme.

El citado revés judicial constituyó un hecho central tanto para la inserción internacional de la Argentina como para el desarrollo económico de nuestro país en el último año. En este contexto, el presente artículo procura por un lado analizar las implicancias de la confirmación del fallo para la estrategia económica del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner y por el otro, realizar una interpretación política de las causas que explican el traspie sufrido en el llamado “juicio del siglo”.

---

<sup>1</sup> Doctor en Relaciones Internacionales; Docente de la Cátedra de Política Internacional Latinoamericana, Facultad de Ciencia Política y Relaciones Internacionales de la Universidad Nacional de Rosario

<sup>2</sup> Docente de la Cátedra de Política Internacional Argentina, Facultad de Ciencia Política y Relaciones Internacionales de la Universidad Nacional de Rosario

## Breve cronología de la disputa legal

Sin lugar a dudas, uno de los principales resabios del *default* declarado por Argentina en diciembre de 2001, lo constituye la prolongada disputa legal entre el país y aquellos tenedores de bonos que no aceptaron la oferta de reestructuración propuesta por el gobierno argentino y en consecuencia decidieron no ingresar en ninguno de los dos canjes de deuda implementados en los años 2005 y 2010, respectivamente. Mediante ambas operatorias, la reestructuración de la deuda llevada a cabo por Argentina logró una aceptación del 93% de sus acreedores. El 7% restante –aunque minúsculo– permaneció firme en su reclamo.

Una buena parte de ese 7% está constituido por fondos de inversión, más conocidos como “fondos buitres”, dedicados a adquirir títulos de deuda de países con dificultades a precios sumamente bajos –producto obviamente del riesgo de impago que entrañan–, para luego una vez producido el *default*, judicializar la disputa y reclamar por el 100% del valor del título en cuestión. Esto último es lo que los diferencia de otros fondos de inversión de riesgo que también se dedican a la compra de títulos de deuda con alto riesgo de default o incluso ya en cesación de pagos, pero no con el objeto de accionar legalmente sino más bien con la intención de negociar y obtener prontas ganancias en las reestructuraciones de deuda que eventualmente los emisores lleven a cabo.

En el caso de los “fondos buitres”, la alternativa de negociar no forma parte de su estrategia inmediata. Por el contrario, desde un principio el objetivo es litigar para reclamar por el 100% del valor de emisión de los títulos. De este modo han procedido en una gran cantidad de países en desarrollo alrededor del mundo. En el caso de Argentina, la referida estrategia ha sido hartamente evidente.

En primer lugar, comenzaron comprando bonos argentinos tanto en los momentos inmediatamente previos al default como luego de ocurrido el mismo. Luego, el 7 de noviembre de 2003 –a menos de dos meses del lanzamiento en Dubai de la primera oferta de reestructuración propuesta por el gobierno argentino y aún sin conocer con precisión los detalles de la misma– NML Capital Ltd. y otros acreedores demandaron a la Argentina ante la Corte del Distrito Sur de Nueva York por la falta de pago sobre sus bonos soberanos, en una clara muestra de su falta de predisposición a cualquier salida negociada. Por entonces, la justicia norteamericana interpretó que no era conveniente entorpecer el proceso de negociación iniciado entre Argentina y sus acreedores. Más aún en un contexto en el cual Estados Unidos, en tanto principal potencia mundial y garante de la estabilidad financiera, se mostraba favorable al enfoque propuesto por Argentina<sup>3</sup>.

Durante cierto tiempo el accionar de los “fondos buitres” se concentró en constantes intentos por embargar activos del Estado argentino, pero esta estrategia no brindó el rédito esperado. De este modo, ante el fracaso y la falta de resultados concretos, en octubre de 2010 NML Capital Ltd. modificó su estrategia y reorientó el argumento de su demanda legal, planteando la violación por parte de Argentina de la cláusula *pari-passu*, la cual tal como se

---

<sup>3</sup> La postura funcional y por momentos abiertamente favorable asumida por Estados Unidos, obedeció a la conjunción de dos factores estrechamente relacionados, propios de su política financiera internacional, a saber: la puesta en práctica de un nuevo enfoque para la resolución de las crisis de deuda soberana; y la contención de un eventual efecto contagio que pudiera derivar en dificultades para la economía global.

mencionó anteriormente está incorporada en el prospecto de los bonos caídos en *default* en diciembre de 2001 y refiere al trato igualitario de todos los bonistas acreedores.

Así las cosas, en un contexto diferente al de los años inmediatamente posteriores al *default*, con una Argentina visiblemente recuperada, en diciembre de 2011 el juez Griesa se mostró más permeable a las demandas de los litigantes, recogió el argumento de los “fondos buitres” y resolvió que efectivamente Argentina estaba violando la referida cláusula al no dar ninguna respuesta a los reclamos de la porción de acreedores que no habían aceptado la propuesta de reestructuración en ninguna de las dos instancias planteadas de canje de deuda. En línea con esta interpretación, el 23 de febrero de 2012 Griesa emitió una orden mediante la cual le solicitó a la Argentina pagar en su totalidad a los bonistas demandantes junto al pago a los bonistas reestructurados.

Obviamente, y como era de esperarse, el gobierno argentino apeló la decisión del juez Griesa. Sin embargo, el 26 de octubre de 2012 la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York confirmó la decisión de primera instancia sobre la existencia de una violación de la cláusula *pari passu*, al tiempo que solicitó al magistrado que aclare la fórmula de pago y su eventual implementación. Esta fue probablemente la decisión que definió el destino de la disputa legal. Una vez conocido el pronunciamiento de la Cámara de Apelaciones parecía difícil –por no decir imposible– que la situación pudiera llegar a revertirse en alguna instancia superior, de este modo la estrategia argentina desde entonces sería la de ganar tiempo y estirar los plazos de definición lo máximo posible.

En noviembre de 2012 Griesa aclaró la fórmula de pago estableciendo la obligación del país de pagar a los demandantes el 100% de lo reclamado en un único pago junto al pago de los bonistas reestructurados. Argentina apeló también esta decisión de Griesa, sin embargo nuevamente en agosto de 2013, la Cámara de Apelaciones confirmó lo resuelto en primera instancia. Solo restaba una instancia a la cual podía recurrir el país, la Corte Suprema de Estados Unidos. Fue así que en febrero de 2014, el gobierno argentino solicitó al máximo tribunal de aquel país que revisara el fallo.

Finalmente, el 16 de Junio de 2014 –antes de lo previsto para muchos analistas– la Corte Suprema de Estados Unidos optó por rechazar el pedido del gobierno argentino, dejando así firme el fallo de primera instancia del Juez Griesa, por medio del cual se obligaba a la Argentina a pagar una suma de alrededor de 1.600 millones de dólares, resultante del reconocimiento para los demandantes del 100% del valor de la deuda en su poder más intereses y punitivos.

Como bien señalaron las autoridades argentinas, el cumplimiento inmediato del fallo de Griesa ponía en jaque todo el proceso de reestructuración de deuda, en tanto que los bonos reestructurados contenían una cláusula denominada Rights Upon Future Offers (RUFO), la cual establecía que cualquier mejora que realizara la Argentina de manera voluntaria a aquellos acreedores que no habían ingresado en los canjes de 2005 y 2010, debería ser extensiva para todos los demás. La fecha de expiración de la misma era el 31 de diciembre de 2014, impidiendo por tanto la posibilidad de dar una solución hasta pasada esa fecha a los fines de no alterar las condiciones de la deuda reestructurada.

Si bien para muchos analistas la cuestión de la cláusula RUFO era salvable argumentando que de cumplirse el fallo no se estaría tratando de una mejora voluntaria como se explicitaba en la referida cláusula en tanto que formaría parte del cumplimiento compulsivo de una orden judicial, lo cierto es que los riesgos existían y nadie podía garantizar que ningún

bonista reestructurado intentara reclamar en tal caso. Cualquier solución propuesta debía contemplar esta particularidad. Además, el cumplimiento del fallo en los términos planteados por Griesa tampoco parecía factible desde una perspectiva estrictamente económica, con las reservas internacionales del país diezgadas y en un contexto de renovada restricción externa.

Por estas razones, el cumplimiento del fallo tal cual estaba planteado no constituía en aquel entonces una opción viable para el gobierno argentino, todo esto sin contemplar el impacto político doméstico que eventualmente tendría para su estrategia discursiva el hecho de mostrarse cediendo ante las presiones de la comunidad financiera internacional que durante tantos años había resistido. Claro que la decisión adoptada de no cumplir con lo dispuesto por la justicia norteamericana, no era en absoluto una alternativa libre de costos.

### Las implicancias del fallo: la obstaculización de la agenda al crédito

En el contexto descrito y al no cumplir con la orden judicial, el 30 de junio de 2014 el gobierno argentino se vio imposibilitado de hacer frente al vencimiento de los bonos Discount correspondientes a parte de la deuda reestructurada. Cabe aclarar que Argentina depositó el monto correspondiente al vencimiento en cuestión -u\$s 539 millones- en las cuentas del Bank of New York (BONY), en tanto fiduciario y agente de pago, pero Griesa le ordenó a la institución bancaria no girar el dinero a los bonistas, dejando en consecuencia el depósito congelado y a los bonistas sin recibir su pago.

Por esta razón, el 1 de Agosto de 2014 la Asociación Internacional de Derivados y Swaps (ISDA, por sus siglas en inglés) declaró que la Argentina se encontraba en una situación de *default* técnico. De acuerdo a los mercados internacionales, el país estaba nuevamente en una situación de irregularidad con la comunidad financiera internacional por no poder cumplir con sus obligaciones. Por el contrario, desde el gobierno argentino se sostuvo que se había cumplido con el pago y que no era su responsabilidad si el banco intermediario no giraba los fondos, negando así la existencia de cualquier situación que pudiera caracterizarse como de *cesación de pagos*.

Más allá de este contrapunto, para evaluar las implicancias reales y efectivas derivadas de la confirmación del fallo del juez Griesa es preciso analizar en perspectiva la situación de Argentina y su relación con el sistema financiero internacional.

Luego de la exitosa reestructuración de una porción significativa de la deuda con sus acreedores privados mediante el canje de 2005 y de la posterior cancelación total y anticipada de sus compromisos con el FMI, acordada en diciembre del mismo año y efectivizada en 2006, el gobierno argentino asumió que era posible prescindir del sistema financiero internacional –y en consecuencia posponer la resolución de las cuestiones pendientes del *default*– en un contexto de bonanza signado por la fuerte suba en el precio de las *commodities*.

Sin embargo –luego de algunos años de acumular desequilibrios macroeconómicos– en el transcurso del año 2013 los dólares provenientes del complejo sojero exportador se revelaron ciertamente insuficientes para financiar el normal funcionamiento de la economía, al tiempo que aumentaron las presiones cambiarias e inflacionarias. La renovada restricción externa puso de manifiesto la necesidad de Argentina de resolver prontamente su relación con el sistema financiero internacional y facilitar así el acceso al –ahora necesario– crédito externo.

En tal sentido, el gobierno argentino asumió una actitud más dialoguista y de acercamiento con el FMI, a los fines de acordar la confección de un índice de precios al consumidor adecuado –en respuesta a la demanda de mayor transparencia en las estadísticas oficiales–. Además, en octubre de 2013 accedió a cerrar otro frente de conflicto, al lograr un acuerdo con cuatro empresas que tenían fallos favorables con sentencia firme en el Centro Internacional para el Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI), lo cual entre otras cosas permitía destrabar líneas de crédito en el ámbito del Banco Mundial. También se acordó con una quinta empresa que había litigado en el marco de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI). Por último, en esta misma línea, se emitieron algunas señales en torno a la posibilidad de un pronto acuerdo con el Club de París.

Más allá de esto, los desequilibrios macroeconómicos condujeron al gobierno a implementar algunas políticas de ajuste demandadas por el mercado. Tal fue el caso de la devaluación de un 20% de la moneda en enero de 2014 y la suba de la tasa de interés de referencia de un 15% a un 29%. En tal contexto, se agudizó aún más la necesidad de resolver el frente externo y eventualmente recuperar el acceso al mercado internacional de capitales a tasas razonables. En consecuencia, el 29 de mayo de 2014 Argentina llegó a un acuerdo con el Club de París para regularizar la deuda que mantenía con los países acreedores nucleados en dicho foro, la cual se encontraba en *default* desde diciembre de 2001.

Como se puede apreciar, Argentina aceptó hacer aquello que había resistido en años anteriores y en pocos meses avanzó de manera consistente y decidida en la resolución de las cuestiones pendientes del *default*. Sin embargo, la referida decisión de la Corte Suprema de Estados Unidos y la consecuente confirmación del fallo de Griesa, supusieron un nuevo obstáculo en lo que algunos analistas dieron en denominar como la “agenda al crédito”. Esta fue sin lugar a dudas la principal implicancia del fallo. La Argentina seguía marginada del mercado de capitales internacional aunque ahora ya no por propia elección.

## De la agenda al crédito al disciplinamiento financiero

Una vez conocida la decisión de la Corte Suprema de los EEUU de no tomar el caso, desde los círculos políticos, periodísticos y académicos comenzaron los análisis sobre por qué la Argentina no podía cerrar su litigio con los “fondos buitres”. La mayoría de los análisis pusieron el foco en la política doméstica para criticar cómo la administración de Cristina Fernández de Kirchner había llevado adelante el caso. Si bien desde el gobierno argentino es posible identificar una mala lectura sobre la evolución del sistema financiero internacional<sup>4</sup>, así como también el desarrollo de una innecesaria retórica confrontacionista, lo cierto es que una lectura meramente doméstica del fallo judicial no parece apropiada ni conveniente. Otros aborda-

---

<sup>4</sup> El inicio de la crisis financiera internacional en 2008 reforzó la tesis argentina de que se aproximaba un proceso de retracción de la “globalización financiera” –entendida esta como la primacía de las finanzas por sobre el capitalismo productivo– y de mayores regulaciones de las prácticas perversas que el funcionamiento del sistema financiero había adquirido en las últimas décadas, siendo el auge de los denominados “fondos buitres” una expresión cabal de las mismas. La idea imperante era que al tener la crisis su origen –y sus principales efectos– en los países desarrollados se hacía imprescindible un cambio en el manejo de las finanzas globales.

jes señalaron que en realidad el fallo debía interpretarse desde una mirada particular de la doctrina judicial norteamericana (escindida de cualquier valoración política) en relación a la centralidad que se le asigna al cumplimiento de los contratos. Sin embargo, si bien no se desestima el peso de dichos factores, el presente trabajo postula que tales explicaciones resultan insuficientes para avanzar hacia una comprensión cabal de lo acontecido. Los sucesos deben entenderse en el marco de la inserción de Argentina en el sistema financiero internacional desde 2002, luego de haber declarado uno de los mayores *defaults* soberanos de la historia moderna.

Tal como se destacó en el apartado anterior, luego del exitoso canje de deuda concretado en 2005 que le permitió reordenar un poco el frente externo, el gobierno argentino no se preocupó demasiado por normalizar su vínculo con el sistema financiero internacional. Por el contrario, se permitió cuestionar su funcionamiento e incluso plantear posturas desafiantes para con algunos actores importantes, como el FMI por citar un ejemplo.

Por esta razón, desde los principales círculos de poder económicos y financieros mundiales, se comenzó a observar a la Argentina con malos ojos. El temor radicaba en el hecho de que el "caso argentino" podía transmitir al mundo la idea de que un país puede endeudarse irresponsablemente para después negociar una fuerte quita (en otras palabras, sociabilizar los costos de la deuda), lograr una etapa de bonanza y crecimiento con la particularidad de no recomponer su vínculo con el sistema financiero internacional e incluso impugnar su funcionamiento mediante el incumplimiento de una parte de sus compromisos externos –siendo la cuestión de los *holdouts* un ejemplo de esto–, pero que de sobrevenir necesidades domésticas puede volver a los mercados financieros como si nada hubiese pasado y sin pagar costo alguno.

En este contexto, la tesis del gobierno argentino esgrimida en los Tribunales y ante el propio gobierno de Estados Unidos de que el fallo en cuestión afectaba a Nueva York como plaza financiera, dada la fuerza que demostraban tener los "fondos buitres" en su legislación, no tuvo la repercusión esperada. Las preocupaciones al momento pasaban por otro lado.

La disputa entre Argentina y los "fondos buitres" claramente estaba atravesada por cuestiones políticas más gravitantes y de mayor peso incluso que las razones legales. Asimismo, el momento en el cual se expidió la Corte Suprema de Estados Unidos tampoco parece casual. Es menester señalar que la Argentina no esperaba que la Corte reviera el fallo, aunque sí valoraba como posible que tomara el caso o al menos pidiera opinión al Procurador General, todo lo cual le permitiría al gobierno ganar tiempo de cara al vencimiento de la cláusula RUFO en enero de 2015. Nada de esto ocurrió.

Por último, cabe señalar que si bien es cierto que durante todo el proceso la administración Obama se mostró desde el inicio de la disputa favorable a la tesis argentina, a partir del año 2013 una serie de hechos u omisiones han llevado a que muchos cuestionasen las verdaderas intenciones de Washington. En primer lugar, en julio de 2013 el FMI retiró el apoyo a la posición argentina por pedido de los EEUU. Según el vocero del organismo "La directora gerente del FMI (Christine Lagarde) retiró su recomendación de que la junta ejecutiva del FMI presente una carta de *amicus curiae* en el caso de Argentina, siguiendo así la decisión de las autoridades estadounidenses de no continuar apoyando esa presentación en esta etapa". En segundo lugar, a pesar de que la administración Obama había indicado que si la Corte pedía una consulta al Ejecutivo éste iba a apoyar al país sudamericano, no existió una verdadera presión política en los últimos meses hacia una Corte monopolizada por las posturas

conservadoras para que esto suceda. Por último, como bien señaló el periodista Greg Palast de "The Guardian", el propio Obama pudo dejar sin efecto el fallo de la Corte con una simple nota a la Corte invocando la autoridad concedida al Presidente por la cláusula de "Separación de poderes" estipulada en la Constitución de los Estados Unidos, la cual sostiene que si la decisión de la Justicia interfiere con la autoridad única del Presidente para llevar a cabo la política exterior. Dicha cláusula fue utilizada por el Gobierno de George W. Bush quien bloqueó un fallo a favor del mismo fondo en relación a un embargo de una propiedad de Estados Unidos en Congo-Brazzaville, a pesar de que el jefe del fondo de cobertura es uno de los contribuidores más grandes y más influyentes a los candidatos republicanos.

## Reflexiones finales

El presente trabajo, además de describir los hechos y las consecuencias más relevantes en torno a la disputa legal de la Argentina con los fondos buitres en la jurisdicción norteamericana, tuvo como objetivo realizar una interpretación política en torno al fallo de la Corte Suprema de Justicia en junio del 2014. Como primer punto debemos destacar que el fallo bloqueó la estrategia del gobierno de Fernández de Kirchner de reingresar al mercado privado de capitales para apaciguar la reaparición de la restricción externa. En ese contexto, la Argentina se vio obligada a buscar canales alternativos de dólares, siendo el Swap acordado con el Banco Popular de China (Banco Central) uno de las principales vías de acceso.

Como segundo punto, si bien resulta difícil su comprobación empírica, nuestra interpretación sostiene que la Argentina recibió un "disciplinamiento" por parte del sistema financiero dado su *heterodoxia* desde el default del 2001. Si bien es cierto que esa estrategia fue apoyada en un principio por los EEUU, también cabe señalar que ante el cambio de los contextos la Argentina continuó siendo un "díscolo" ante el sistema -dado el éxito de su inserción a la globalización comercial en el siglo XXI- sin pagar mayores costos. En otras palabras, más de diez años después, el sistema financiero logró, mediante la justicia de los EEUU, disciplinar el constante desafío que desde Buenos Aires se le hizo a ciertos principios, actores y normas (formales e informales) nodales del sistema. Dicho disciplinamiento llegó en una coyuntura de debilidad relativa de la economía argentina y en pleno intento de regresar al financiamiento externo (privado) para apaliar los déficits domésticos y los desequilibrios macroeconómicos. Ante ese escenario, la aquiescencia del gobierno de los EEUU llamó la atención dado que tuvo en sus manos ciertos instrumentos que decidió no utilizar o directamente, como fue el pedido al FMI, los utilizó en contra de la tesis argentina.

A un año del fallo y una vez caída la cláusula RUFO, la situación no se ha modificado sustancialmente. El incumplimiento de la sentencia de Griesa no implicó, a pesar de lo que sostenían varios sectores opositores al gobierno, una grave crisis económica e institucional. Sin embargo, dicho factor (el default técnico) sí ha tenido impacto en la nueva emisión de deuda soberana de la Argentina. En abril del 2015 el gobierno volvió a emitir deuda en dólares a través del BONAR 24, bajo legislación argentina (captó 1400 millones de dólares) a una tasa del 8,9%. Si bien la misma fue inferior a los dos dígitos (objetivo del gobierno) la tasa es tres veces superior a la media regional.

En definitiva, todo parece indicar que será el próximo gobierno quien tendrá que terminar de negociar con los fondos buitres. Surgen dudas sobre cuál será el camino a seguir, dado las distintas opciones electorales existentes para octubre de 2015. Sin embargo, lo que sí queda claro es que el "disciplinamiento" ya se hizo.

