

**DERECHO INTERNACIONAL Y FONDOS BUITRE: EN BUSCA DE
SOLUCIONES ALTERNATIVAS ¹**

**INTERNATIONAL LAW AND VULTURE FUNDS: IN SEARCH OF
ALTERNATIVE SOLUTIONS**

*George Pavlidis **

Resumen: En los últimos años ha crecido la preocupación entre entes políticos, el mundo académico y el público en general sobre las estrategias agresivas implementadas por los ‘fondos buitres’ (‘vulture funds’) en los mercados de deuda soberana y sus efectos negativos, especialmente notorios en las economías de países en desarrollo. En ausencia de un mecanismo internacional para la reestructuración de las deudas soberanas, los países en desarrollo con dificultades financieras y sus acreedores privados deben negociar de buena fe para forjar un acuerdo de reestructuración justo y viable. Al mismo tiempo, se necesita una acción más coordinada para desalentar las estrategias de los fondos buitres. El uso de códigos voluntarios internacionales, el uso de cláusulas de acción colectiva (CAC) con características de agregación y, como último recurso, la introducción de una legislación nacional contra los fondos buitres cuidadosamente redactada debe constituir los elementos clave de tal acción coordinada.

Palabras Clave: Fondos buitres, deuda soberana, crisis de deuda, reestructuración, cláusulas de acción colectiva, legislación contra los fondos buitres

Summary: In recent years, there has been growing concern among politicians, the academic world and the general public about the aggressive strategies implemented by 'vulture funds' in sovereign debt markets and their negative effects, especially on the economies of developing countries. In the absence of an international mechanism for the restructuring of sovereign debt, developing countries with financial difficulties and their private creditors must negotiate in good faith to forge a fair and viable restructuring agreement. At the same time, more coordinated action is needed to discourage vulture fund strategies. The use of voluntary codes, the use of Collective Action Clauses with characteristics of aggregation and, as a last resort, the introduction of carefully drafted national legislation against vulture funds should constitute the key elements of such coordinated action.

Key words: vulture funds, sovereign debt, debt crisis, restructuring, collective action clauses, anti-vulture legislation

¹ Artículo recibido el 16 de septiembre de 2019 y aprobado para su publicación el 15 de diciembre de 2019.

* Asistant Professor of International and EU Economic Law. Neapolis University of Pafos. Cyprus

1. Introducción

En los últimos años ha crecido la preocupación entre entes políticos, el mundo académico y el público en general sobre las estrategias agresivas implementadas por los ‘fondos buitres’ (‘vulture funds’) en los mercados de deuda soberana y sus efectos negativos, especialmente notorios en las economías de países en desarrollo.² En numerosas ocasiones, los fondos buitres buscan comprar instrumentos de deuda soberana a países en dificultades financieras por una fracción de precio, con el objetivo de proceder a recuperar su valor nominal mediante un litigio. Para hacerlo, los fondos buitres a menudo se han negado a participar en la reestructuración de la deuda (‘holdout problem’), a riesgo de socavar la resolución ordenada y oportuna de la crisis. Sus estrategias agresivas y no cooperativas, basadas en litigios o amenazas de litigios contra los deudores soberanos, frecuentemente son exitosas y rentables, lo que es injusto para otros acreedores que participan en la reestructuración de la deuda y aceptan pérdidas financieras significativas en forma de recorte (‘haircut’). Tal resultado no solo puede considerarse como ‘moralmente escandaloso’,³ sino que también tiene graves consecuencias prácticas, a saber, el riesgo de perturbar la reestructuración de la deuda.

La frecuencia de disputas legales en el extranjero ha aumentado en casos de quiebra soberana. De hecho, el 50 por ciento de los países en situación de impago enfrentan disputas legales, en comparación con el 5 por ciento en los años ochenta.⁴ Esto sucede en el caso de los países que reúnen los requisitos para iniciativas multilaterales de alivio de la deuda, como la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés), en cuyo caso los países enfrentan sentencias por un total de mil millones de dólares.⁵ Numerosas demandas de acreedores también fueron presentadas en los tribunales federales de los Estados Unidos contra la República Argentina, luego de la crisis de 2001⁶. La tasa de éxito de demandas similares ha fomentado esta estrategia por parte de acreedores individuales.⁷

Uno de los casos más impactantes ha sido la exitosa estrategia de un acreedor privado (Elliott Associates) contra la República del Perú. El acreedor obtuvo de la Corte de

² SOOKUM, D., *Stop Vulture Fund Lawsuit: A Handbook*, Commonwealth Secretariat, 2010, p. 8; GUZMAN, M., “Reestructuración de Deuda Soberana en una Arquitectura Financiera-Legal con Huecos”, *Revista Jurídica UPR*, Vol. 85 (2016), pp. 611-627, 623.

³ Discurso del ex primer ministro británico Gordon Brown, Asamblea General de la ONU, Vigésimo séptimo período extraordinario de sesiones, 10 de mayo de 2002.

⁴ SCHUMACHER, J., TREBESCH, C., ENDERLEIN, H., “Sovereign Defaults in Court”, *European Central Bank Working Paper Series*, N° 2135 (2018), p. 19.

⁵ AFRICAN DEVELOPMENT BANK, *Vulture Funds in the Sovereign Debt Context*, Abidjan, 2017, disponible en: www.afdb.org/en/topics-and-sectors/initiatives-partnerships/african-legal-support-facility/vulture-funds-in-the-sovereign-debt-context/ (acceso 09/09/2019); *Donegal International Ltd c. Zambia* [2007] 1 Lloyd's Rep 397. Según el FMI, el número de litigios contra los PPME se ha reducido en los últimos años; IMF, “Debt Relief under the Heavily Indebted Poor Countries Initiative”, *IMF Factsheet* (September 2016).

⁶ PORZECANSKI, A. C., “From Rogue Creditors to Rogue Debtors: Implications of Argentina's Default”, *Chicago Journal of International Law*, Vol. 6 (2005), pp. 311-331, 327; BELTRÁN, S. C., “Los fondos buitres contra Argentina”, *Revista de Derecho*, No 5 (2014), pp. 387-390; VAL, M. E., “El accionar de los ‘fondos buitres’: una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina”, *Relaciones Internacionales*, Vol. 26, N° 52 (2017), pp. 164-180.

⁷ IMF, “Debt Relief under the Heavily Indebted Poor Countries Initiative”, *IMF Factsheet* (April 2016).

Apelaciones de Bruselas una decisión ejecutoriada que obliga a Euroclear a bloquear cualquier pago por parte de Perú a los titulares de sus bonos reestructurados (Brady Bonds). La República del Perú aceptó un acuerdo extrajudicial y pagó al acreedor \$58 millones, cinco veces más que el precio pagado por la adquisición de los bonos (\$11 millones por un valor nominal de \$20 millones). Este éxito ha inspirado acciones similares de otros fondos buitres contra países en dificultades financieras⁸ y ha habido decisiones judiciales importantes que favorecen tales estrategias⁹. Para hacer cumplir esas sentencias, los fondos buitre se han embarcado en lo que se ha descrito con precisión como una ‘caza global de activos’.¹⁰ Destacables son los intentos para ejecutar los activos de los deudores soberanos en todo el mundo, como los activos del banco central de la República Argentina¹¹, los ingresos petroleros de la República del Congo¹², los ingresos de una empresa estatal ecuatoriana de exportación de petróleo¹³ y de una empresa estatal minera zambiana.¹⁴

2. Estrategias de los fondos buitre: incentivos, impacto y argumentos morales

Comprar con un descuento la deuda de un deudor en dificultades financieras en el mercado secundario puede pagar espléndidamente, si el embargo de bienes del deudor tiene éxito. Además, la amenaza de un litigio ‘desordenado’ puede aprovecharse para extraer concesiones y acuerdos extrajudiciales rentables. De hecho, la reputación de dureza del acreedor aumenta las posibilidades de que el deudor soberano otorgue las concesiones buscadas.¹⁵ En el caso de Grecia, algunos acreedores se negaron a participar en la reestructuración del 2012, evitaron el 53.5% del recorte de deuda y finalmente fueron reembolsados en su totalidad.¹⁶ Del mismo modo, algunos fondos buitre entablaron una larga disputa legal contra la República Argentina, obtuvieron medidas cautelares de un tribunal de Nueva York que impedía que el país pagara a otros acreedores antes que los fondos, y finalmente lograron obtener \$9.3bn.¹⁷ Tales resultados son controvertidos desde el punto de vista moral y son vistos como injustos por los bonistas que participan en el acuerdo de reestructuración de la deuda y sufren pérdidas financieras. No es sorprendente que el

⁸ MITU GULATI, G., KLEE, K., “Sovereign Piracy”, *The Business Lawyer*, Vol. 56 (2001), pp. 635-651, 639; BUCHHEIT, L.C., PAM, J.S., “The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments”, *Emory Law Journal* 53 (2004), pp. 869-922, 886.

⁹ *Republic of Argentina c. Weltover Inc.*, 504 US 607, 611 (1992); *CIBC Bank & Trust Co (Cayman) Ltd c. Banco Central do Brasil*, 886 F Supp 1105 (SDNY 1995); *Elliott Associates LP c. Peru*, General Docket no 2000/QR/92 (Court of Appeals of Brussels, 8th Chamber, 26.9.2000), etc.

¹⁰ SCHUMACHER ET AL., supra nota 3, p. 5.

¹¹ *EM Ltd. et al c. Banco Central De La República Argentina et al* (SDNY 2013) 06-07792; DAMILL, M., FRENKEL, R., RAPETTI, M., “La deuda argentina: historia, default y reestructuración”, *Desarrollo Económico*, Vol. 45, N° 178 (2005), pp. 187-233.

¹² *Af-Cap Inc. c. The Republic of Congo et al.* 462 F 3d 417 (5th Cir 2006); *FG Hemisphere Associates c. République du Congo* 455 F 3d 575 (5th Cir 2006), etc.

¹³ *Weston Compagnie de Finance Et D’Investissement SA c. La Republica del Ecuador* 823 F. Supp 1106 (SDNY 1993).

¹⁴ *Camdex International Ltd c. Bank of Zambia* [1997] 1 WLR 632.

¹⁵ NOE, T. H., REBELLO, M. J., “Reputation and the Market for Distressed Firm Debt”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 (2003), pp. 503-521, 505.

¹⁶ XAFA, M., “Sovereign Debt Crisis Management: Lessons from the 2012 Greek Debt Restructuring”, *Centre for International Governance Innovation Papers*, N° 33 (2014), p. 11.

¹⁷ MONTELEONE, T., “A Vulture’s Gamble: High-Stakes Interpretation of Sovereign Debt Contracts in *NML Capital, Ltd v Republic of Argentina*”, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 8 (2013), pp. 149-165.

comportamiento de 'buitre' a menudo se considere corrupto o despiadado¹⁸. Existen claramente fuertes incentivos para dedicarse a estrategias similares no cooperativas, pero el éxito de los fondos buitres no está garantizado y siempre existe el riesgo, por ejemplo, de no ubicar los activos soberanos en el extranjero.

Las estrategias de los fondos buitres, por más despiadadas que sean, no están prohibidas por la legislación nacional e internacional, lo que favorece la 'certeza, previsibilidad y exigibilidad del contrato'.¹⁹ Como ha observado el ex secretario del Tesoro de EE. UU., H. Paulson, 'los fondos buitres tienen el imperio de la ley de su parte' y cambiar la ley a este respecto sería extremadamente difícil.²⁰ Esto acentúa la necesidad de desarrollar disposiciones legales que disuadan a acreedores reticentes a recurrir a litigios reprochables que busquen el reembolso de fondos buitres.²¹

3. ¿Podría un código de conducta voluntario ser la solución?

Desde nuestro punto de vista, un código de conducta voluntario para deudores y acreedores no puede disuadir de manera efectiva a los fondos buitres. En los últimos años, ha habido varias iniciativas ambiciosas e interesantes de ley blanda ('soft law') que se aplican a la quiebra soberana. Sin embargo, se ha demostrado que es muy difícil abordar el problema de los litigios con los fondos buitres a través de directrices generales voluntarias, porque los fondos buitres son, por definición, hostiles al enfoque de colaboración para la reestructuración de la deuda y no acatarían tales códigos de conducta. Más importante aún, los documentos existentes de ley blanda no son suficientemente específicos e integrales para tratar con eficacia las estrategias de los fondos buitres. Los siguientes ejemplos concretos pueden ilustrar este punto.

Los Principios de 2004 para el mantenimiento de flujos estables de capital y la reestructuración justa de deuda en mercados emergentes ('Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets') del IIF (Institute of International Finance) resaltan la importancia de las negociaciones de buena fe, que están etiquetadas como 'el curso de acción preferido' para limitar el riesgo de litigios.²² Sin embargo, no se han realizado trabajos de seguimiento para definir la noción de 'buena fe', ni para desarrollar un conjunto de criterios para evaluar el principio en el contexto del litigio con los fondos buitres.²³ Los Principios rectores sobre la deuda externa y los derechos humanos de 2012 (Guiding Principles on Foreign Debt and Human Rights), aprobados por el Consejo de Derechos Humanos, establecen específicamente el principio de la distribución justa de la

¹⁸ Jubilee Debt Campaign, disponible en: <http://jubileedebt.org.uk> (acceso 09/09/2019); Stop the Vultures Campaign, disponible en: <http://www.stopthevultures.org> (acceso 09/09/2019); Committee for the Abolition of Illegitimate Debts, disponible en: <http://cadtm.org> (acceso 09/09/2019), etc.

¹⁹ GOREN, J., "State-to-State Debts: Sovereign Immunity and the Vulture Hunt", *George Washington International Law Review*, Vol. 41 (2010), pp. 681-708, 700.

²⁰ Hearing Before the US House of Representatives Committee on Financial Services, 110th Congress, no 110-42, 20 June 2007, p. 40.

²¹ WHEELER, C., ATTARAN, A., "Declawing the Vulture Funds: Rehabilitation of a Comity Defense in Sovereign Debt Litigation", *Stanford Journal of International Law*, Vol. 39 (2003), pp. 253-284, 268.

²² INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets*, Washington DC, Institute of International Finance, 2004, Principle 3.

²³ PRINCIPLES CONSULTATIVE GROUP PCG, *Report on Implementation of the Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring*, Washington DC, Institute of International Finance, 2016, p. 48.

carga entre los acreedores, incluidos los litigantes.²⁴ Los intentos de alinear los principios de la reestructuración de la deuda con las obligaciones internacionales de derechos humanos no han tenido éxito en obtener el apoyo de los participantes del mercado. Otra iniciativa impulsada por las Naciones Unidas en el año 2015, conocida como Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana (Basic Principles on Sovereign Debt Restructuring Processes), no ha logrado obtener el apoyo de los participantes del mercado ni de los principales centros financieros (EE. UU., Reino Unido, Alemania, Japón). También ha utilizado una formulación muy poco precisa para condenar las acciones disruptivas de los acreedores minoritarios, que ‘deben respetar las decisiones adoptadas por la mayoría de los acreedores.’²⁵ Los Principios de la UNCTAD de 2012 sobre Otorgamiento y Toma Responsables de Préstamos Soberanos (Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing) ofrecen hasta la fecha la definición y condena más precisa y concisa de las estrategias de los fondos buitres. Afirma claramente que la adquisición de un instrumento de deuda de un país soberano en dificultades financieras ‘con la intención de forzar un acuerdo preferencial del reclamo por fuera del proceso de readecuación consensual de la deuda’ es un comportamiento abusivo.²⁶

Todas estas iniciativas de ley blanda contribuyen ciertamente al desarrollo de un marco más justo y racional para la reestructuración de la deuda soberana. Sin embargo, a pesar de la calidad de estos principios y las buenas intenciones de los redactores, el carácter no vinculante de las iniciativas socava sustancialmente sus impactos²⁷, especialmente cuando los participantes del mercado y algunos centros financieros importantes no están dispuestos a respaldar tales principios. Por lo tanto, es improbable que iniciativas similares puedan proteger eficazmente a los países en desarrollo de los fondos buitres y establecer estándares globales contra litigios perjudiciales y abusivos.

4. Reforma de la legislación nacional para proteger a los países en desarrollo: la respuesta europea

Debido a la ineficacia de las medidas propuestas por los tribunales internacionales, la reforma de las leyes nacionales sería una herramienta conveniente para abordar las estrategias de los fondos buitres contra un deudor soberano en problemas financieros. Este enfoque está ganando el apoyo de numerosas organizaciones no gubernamentales (ONGs) y organismos internacionales que abogan por iniciativas legislativas similares. De hecho, ya hay ejemplos de reformas exitosas a la ley interna. En Bélgica, el Reino Unido y, más recientemente, Francia, se han promulgado leyes para proteger a los países en desarrollo con problemas financieros contra los fondos buitres.²⁸ Los siguientes ejemplos ilustran las medidas adoptadas por estos países:

²⁴ CONSEJO DE DERECHOS HUMANOS, *Principios rectores sobre la deuda externa y los derechos humanos*, resolución 20/10, 18 de julio de 2012, Principio 61.

²⁵ ASAMBLEA GENERAL DE LA ONU, *Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana*, resolución A/RES/69/319, 29 de julio de 2015, Principio 9; LEBENSOHN, F. D., “Los Principios Básicos de los Procesos de Reestructuración de la Deuda Soberana: Análisis a la Luz del Derecho Internacional”, *Revista Latinoamericana de Derecho Internacional*, N° 4 (2016), sección B (ii).

²⁶ UNCTAD, *Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing*, UN, Geneva, 2012, Principle 7.

²⁷ KLABBERS, J., “The Redundancy of Soft Law”, *Nordic Journal of International Law*, Vol. 65 (1996), pp. 167-182.

²⁸ PAVLIDIS, G., “Vulture Litigation in the Context of Sovereign Debt: Global or Local Solutions?”, *Law and Financial Markets Review*, Vol. 12 (2018), pp. 93-99.

Bélgica: en respuesta al caso de Elliot Associates,²⁹ Bélgica adoptó una ley en 2008 para proteger los fondos desembolsados para la cooperación al desarrollo y el alivio de la deuda.

³⁰ Para contrarrestar los intentos de NML Capital Management y otros fondos buitres de bloquear los pagos de los bonos argentinos, Bélgica adoptó una nueva y firme ley en 2015,³¹ que busca proteger a los países en desarrollo insolventes o en inminente quiebra en el momento de la adquisición de la deuda por parte del buitre. Según la ley belga, el acreedor no puede reclamar el valor nominal de los bonos que ha comprado, sino el precio descontado que ha pagado por ellos si el tribunal determina que el acreedor persigue un "beneficio ilegítimo". Además, el reconocimiento de sentencias extranjeras que viole la nueva política pública belga contra los fondos buitres no será aceptado por los tribunales, al menos por la parte de la sentencia que exceda el precio de compra. En una reciente decisión histórica, el Tribunal Constitucional belga declaró que la ley era constitucional y compatible con el derecho internacional y el derecho de la UE.³²

Reino Unido: desde 2010, la Ley británica (Debt Relief Developing Countries Act) ha restringido los intentos de los fondos buitres ante los tribunales del Reino Unido contra ciertos países en desarrollo.³³ Leyes similares se han aprobado en Jersey, Guernsey y la Isla de Man. La protección se aplica a los reclamos por deuda de los países pobres altamente endeudados en la iniciativa HIPC (Heavily Indebted Poor Countries por sus siglas en inglés) y la ley británica de 2010 limita la cantidad que el acreedor puede recuperar, dependiendo de la reducción de la deuda bajo la Iniciativa. Esta protección no se extiende a los países en desarrollo que no se benefician de la iniciativa HIPC, que pueden ser víctimas de litigios despiadados. Por ejemplo, en el caso de NML Capital Ltd. contra Argentina,³⁴ los tribunales del Reino Unido han brindado a los acreedores buitres un terreno fértil para lograr un acuerdo más favorable a través de la amenaza de un litigio.³⁵

Francia: Francia se unió al movimiento contra los fondos buitres en 2016; la nueva ley francesa prohíbe específicamente la asignación de activos pertenecientes a países extranjeros que figuran en la lista de beneficiarios de asistencia oficial para el desarrollo de la OCDE / CAD.³⁶ Para beneficiarse de esta protección, estos países deben haber estado en mora en el pago de la deuda o haber propuesto una reestructuración, en el momento de la adquisición de la deuda. El monto recuperable se limita a lo que el fondo buitre hubiera obtenido si hubiera participado en el acuerdo de reestructuración. La iniciativa legislativa francesa otorga protección a más países que la legislación del Reino Unido, aunque los países en crisis que no están incluidos en la lista de la OCDE (por ejemplo, Argentina) no gozan de ninguna protección.

Las reformas mencionadas en Bélgica, el Reino Unido y Francia, así como la Declaración de orden público de 2015 en Argentina³⁷, podrían inspirar iniciativas legislativas en otros países. De hecho, la Agenda de Acción de Addis Abeba sobre el Financiamiento para el Desarrollo (Addis Ababa Action Agenda on Financing for Development) alienta a los estados miembros de la ONU a tomar medidas legislativas apropiadas para prevenir los

²⁹ Art. 15, Loi du 19 novembre 2004, Moniteur Belge du 28 décembre 2004.

³⁰ Loi du 6 avril 2008, Moniteur Belge du 16 mai 2008.

³¹ Loi du 12 juillet 2015, Moniteur Belge du 11 septembre 2015.

³² Arrêt n° 61/2018 du 31 mai 2018.

³³ Debt Relief (Developing Countries) Act, 2010, c. 22.

³⁴ [2011] UKSC 31.

³⁵ GAILANI, Y., "United Kingdom: When Countries Go Bust", *European Lawyer* N° 109 (2011), pp. 38-41.

³⁶ Art. 60, Loi n°2016-1691 du 9 décembre 2016.

³⁷ Ley argentina N° 27.207, sancionada el 4 de noviembre de 2015, B.O. 10 de noviembre de 2015.

litigios de buitres.³⁸ Claramente, es poco probable que dicha legislación se promulgue en los Estados Unidos, especialmente en el estado de Nueva York, que es muy amigable para los acreedores y constituya una jurisdicción clave para el financiamiento soberano. Sin embargo, es alentador que la idea se debata en otros países y especialmente en la UE, donde el Parlamento Europeo ha pedido abiertamente la adopción de una regulación al estilo belga para combatir la especulación de la deuda de los fondos buitre.³⁹ Dicha reforma también sería una expresión de solidaridad que, contrariamente a la concesión de la ayuda,⁴⁰ no supondría una carga financiera directa para los países que adoptan leyes contra los buitres.

5. Reforma del financiamiento soberano para proteger a los países en desarrollo.

La reforma del financiamiento soberano ('sovereign financing') es otra vía para proteger a los países en desarrollo contra las acciones abusivas de los fondos buitre. Dicha reforma podría llevarse a cabo mediante la modificación de los contratos de bonos, que se conoce como el 'enfoque contractual' ('contractual approach') para la reestructuración de la deuda soberana.⁴¹ Más específicamente, la introducción de cláusulas de acción colectiva (Collective Action Clauses o CAC) en los contratos de bonos soberanos podría desalentar los litigios disruptivos contra los deudores soberanos. Las CAC, como las cláusulas modelo ('model clauses') redactadas por el G10 o, más recientemente, las cláusulas de la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (International Capital Market Association - ICMA), podrían bloquear acciones individuales ya que (i) los litigios se pueden iniciar solo por instrucciones de un porcentaje de votos de tenedores de bonos (por ejemplo, 25%), y (ii) el instrumento de deuda inicial puede ser modificado por la mayoría de votos de manera que la modificación sea vinculante para todos los tenedores de bonos. Estas características pueden bloquear de manera efectiva los intentos de una minoría de bonistas de recuperar el valor nominal de los instrumentos de deuda adquiridos con descuento.

Sin embargo, la efectividad de las CAC es limitada si tales cláusulas no se implementan de manera consistente. Por lo tanto, hasta que no se logre tal práctica de manera uniforme, habrá discrepancias entre las emisiones de bonos que carecen de CAC, las emisiones que contienen CAC y las emisiones que contienen CAC de diferentes tipos.⁴² Se ha señalado correctamente que la conversión del saldo pendiente de la deuda en un nuevo formato que contenga CAC uniformes sería un gran desafío, dado el volumen estimado de 900 millones de dólares de los bonos internacionales soberanos y los muchos emisores y emisiones involucrados.⁴³ Además, bajo la práctica actual, las CAC no abordan el tema de la

³⁸ ASAMBLEA GENERAL DE LA ONU, *Agenda de Acción de Addis Abeba de la Tercera Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo (Agenda de Acción de Addis Abeba)*, Resolución A/RES/69/313, 27 de julio de 2015, par. 100.

³⁹ PARLAMENTO EUROPEO, *Resolución de 17 de abril de 2018 sobre la mejora de la sostenibilidad de la deuda de los países en desarrollo*, 2016/2241(INI).

⁴⁰ FOIGHÉL, I., "Aid to Developing Countries- a Legal Analysis", *Nordic Journal of International Law* Vol. 40 (1970), pp. 87-175.

⁴¹ BUCHHEIT, L.C., MITU GULATI, G., "Sovereign Bonds and the Collective Will", *Emory Law Journal*, Vol. 51 (2004), pp. 1317-1363, 1317; EICHENGREEN, B., *Financial Crises: And What to Do About Them*, Oxford, Oxford University Press, 2009; ROUBINI, N., "Do We Need a New Bankruptcy Regime?", *Brookings Papers on Economic Activity* Vol. 33:1 (2002), pp. 321-333, 321, etc.

⁴² GELPERN, A., MITU GULATI, G., "Innovation after the Revolution: Foreign Sovereign Bond Contracts Since 2003", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 4 (2008), pp. 85-103.

⁴³ MAKOFF, G., KAHN, R., "Sovereign Bond Contract Reform: Implementing the New ICMA Pari Passu and Collective Action Clauses", *Centre for International Governance Innovation Papers*, N° 56 (2015), p. 8; IMF,

‘agregación’ (‘agregation’), lo que permite que los fondos buitres se dirijan a una emisión de bonos pequeña y bloqueen la reestructuración de esa emisión en particular.⁴⁴

Otro problema que afecta a los países en desarrollo es el impacto de las CAC en los costos de los préstamos. De hecho, las CAC pueden reducir dichos costos para los emisores más solventes, pero conducir a mayores márgenes para los emisores menos solventes.⁴⁵ Esto puede ser un problema para varios países en desarrollo que han enfrentado calificaciones (‘ratings’) bajas y costos de préstamos altos y volátiles en las últimas décadas.⁴⁶ Debido a la mayor volatilidad en los mercados y al aumento de los niveles de deuda en los países en desarrollo, existen preocupaciones legítimas sobre la sostenibilidad de la deuda, especialmente en los países de bajos ingresos.⁴⁷ Por lo tanto, los países en desarrollo están bastante justificados al considerar con desconfianza cualquier reforma en el financiamiento soberano, como el uso de CAC con características de agregación, que pueden afectar negativamente los costos de los préstamos.

6. Un paso audaz para proteger a los países en Desarrollo

La adopción de normas internacionales sería una estrategia más ambiciosa y agresiva en la lucha por proteger a los países en desarrollo en problemas financieros contra las estrategias de los fondos buitres. Este enfoque es mejor conocido como el enfoque normativo o reglamentario (‘statutory approach’) para la reestructuración de la deuda soberana, el cual se basa en nuevos procedimientos internacionales e instituciones que se ocupan de la quiebra soberana, ya sea mediante la adopción de nuevos instrumentos internacionales o la modificación de las normas existentes (por ejemplo, los Artículos del Acuerdo del FMI (IMF Articles of Agreement)).⁴⁸ Entre varias propuestas interesantes,⁴⁹ cabe destacar la propuesta de A. Krueger de 2001 para el establecimiento de un mecanismo de reestructuración de deuda soberana (Sovereign Debt Restructuring Mechanism)⁵⁰. La propuesta contenía características útiles que podrían prevenir las acciones de los fondos buitres contra los países en desarrollo: (i) otorgar protección legal temporal a los deudores soberanos a través de una suspensión automática de los litigios durante las negociaciones de

Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring, Washington DC, IMF, 2014, p. 33.

⁴⁴ EICHENGREEN, B., MODY, A., *Is Aggregation a Problem for Sovereign Debt Restructuring?* London, Centre for Economic Policy Research, 2003, p. 84.

⁴⁵ EICHENGREEN, B., MODY, A., “Do Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?”, *The Economic Journal*, Vol. 114 (2004), pp. 247-264, 247.

⁴⁶ UNCTAD, *The Impact of the Financial and Economic Crisis on Debt Sustainability in Developing Countries*, Geneva, UN, 2009, p. 9.

⁴⁷ G20 FINANCE MINISTERS AND CENTRAL BANK GOVERNORS, *Communiqué of 19–20 March 2018*, Buenos Aires, 2018.

⁴⁸ ROGOFF K., ZETTELMEYER, J., “Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization: A Survey”, *IMF Working Papers*, N° 57, Washington D.C., 2002.

⁴⁹ OECHSLI, C., “Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act”, *Virginia Journal of International Law*, Vol. 21 (1981), pp. 305–341, 305; BARNETT, B., GALVIS, S., GOURAIGE, G., “On Third World Debt”, *Harvard International Law Journal*, Vol. 25 (1984), pp. 83–151, 83; IMF LEGAL DEPARTMENT, “Note on an International Debt Adjustment Facility”, Unpublished internal report to the IMF Executive Board (1995); ROGOFF, K., ZETTELMEYER, J., “Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas 1976–2001”, *IMF Staff Papers* N° 49/3, Washington D.C., 2002.

⁵⁰ KRUEGER, A., *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Washington DC, IMF, 2002; NUDELSMAN, S., “¿Es posible mejorar la reestructuración de las deudas soberanas?”, *Problemas del desarrollo*, Vol. 47, No 184 (2016), pp. 163-185.

reestructuración de la deuda; y (ii) la modificación de los contratos de deuda existentes a través de la votación por mayoría entre los tenedores de bonos para permitir un acuerdo de reestructuración vinculante para todos.

La aplicación de estas dos características habría requerido nuevas reglas de derecho internacional (como un nuevo tratado o una modificación a los artículos del Acuerdo del FMI)⁵¹ y la adopción de tales reglas por los principales centros financieros. Desafortunadamente, la propuesta de Krueger no logró el consenso necesario para enmendar los Artículos del Acuerdo del Fondo,⁵² lo que fue un revés importante para el establecimiento de un derecho internacional sobre la reestructuración de la deuda soberana. Curiosamente, la oposición a la propuesta de Krueger no solo provino de los EE. UU. y los acreedores gubernamentales y privados, sino también de los países prestatarios, debido al temor por parte de las economías emergentes de perder el acceso al crédito de emergencia del FMI a cambio de protección legal por solo un valor marginal.⁵³ El derecho internacional está en la capacidad de promover soluciones más completas al problema de los litigios que las ofrecidas por reformas fragmentadas de la legislación nacional. Dado que el plan Krueger no se ha reactivado durante la reciente crisis económica mundial, no se debe esperar que la idea se materialice en un futuro próximo, a menos que una crisis de deuda más grande y más mala devuelvan la idea al tablero de dibujo de políticas internacionales.

7. Es hora de una acción más coordinada

Desde fines de los años noventa, la participación del sector privado ('Private Sector Involvement') ha sido reconocida como un medio para facilitar la resolución de las crisis de deuda soberana que afectan a los países en desarrollo.⁵⁴ La participación del sector privado promueve la disciplina del mercado, principalmente porque los acreedores tienen que soportar las consecuencias de los riesgos de sus decisiones de inversión, sin depender de los rescates financiados por el sector oficial. La participación del sector privado, combinada con el alivio de la deuda de los acreedores oficiales bilaterales y multilaterales, ayuda a los países en desarrollo a recuperar la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, la participación del sector privado presupone la contribución equitativa de los acreedores a la resolución de la crisis. En otras palabras, el reparto de la carga puede verse afectado si algunos tenedores de bonos actúan como 'free-riders'. Las estrategias de los fondos buitres se suman a las incertidumbres, frenan el alivio de la deuda, aumentan los costos económicos y sociales para los países deudores⁵⁵ y, en última instancia, amenazan el derecho al desarrollo.⁵⁶

⁵¹ ROUBINI, N., SETSER, B., *Bailouts or Bail-Ins: Responding to Financial Crises in Emerging Markets*, Washington DC, Peterson Institute for International Economics, 2004, p. 316.

⁵² IMF, *Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework - Executive Summary*, Washington D.C., IMF, 2013.

⁵³ SETSER, B., "The Political Economy of the SDRM", en HERMAN B. ET AL. (eds.), *Overcoming Developing Country Debt Crises*, Oxford, Oxford University Press, 2010.

⁵⁴ IMF, *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises: Restructuring International Sovereign Bonds*, Washington D.C., IMF, 2000, p. 2.

⁵⁵ UNCTAD. *Vulture Funds in Action*, Background Note, Geneva, UN, 2016, p. 4.

⁵⁶ LINDROOS, A., "The Right to Development", *Nordic Journal of International Law* Vol. 68 (1999), pp. 445–451.

Se ha señalado que las reestructuraciones de la deuda soberana suelen tener poco impacto y llegar demasiado tarde ('too little and too late').⁵⁷ Para promover soluciones oportunas, ordenadas y equitativas a las crisis de la deuda soberana, se debe abordar el problema de los litigios disruptivos de los fondos buitres. Sin embargo, la decisión de comprar un instrumento de deuda con descuento y de no participar en una reestructuración de deuda no califica automáticamente a un inversionista como un buitre.⁵⁸ La prueba de la intención, la mala fe o la "malicia premeditada" ('malice aforethought') también son problemáticas, aunque hay acreedores que se involucran sistemáticamente en prácticas litigiosas. La limitación del derecho de ciertos acreedores a ser reembolsados en la totalidad puede afectar negativamente la función del mercado secundario para la deuda soberana y la negociabilidad de las obligaciones de deuda. Por esta razón, proteger a los países en desarrollo contra las estrategias de los fondos buitre no debería conducir a la erradicación de los mercados secundarios para las deudas en dificultades. Esto se debe a que la demanda perdurará en la forma de unos pocos inversionistas dispuestos a tomar el riesgo y buscar un beneficio potencial.⁵⁹ Además, obligar a todos los acreedores a aceptar una oferta de reestructuración no garantiza el éxito de la reestructuración, especialmente si los términos propuestos no son justos para todas las partes.⁶⁰

Por lo tanto, en ausencia de un mecanismo internacional para la reestructuración de las deudas soberanas, los países en desarrollo con dificultades financieras y sus acreedores privados deben negociar de buena fe para forjar un acuerdo de reestructuración justo y viable. Al mismo tiempo, se necesita una acción más coordinada, que involucre a todos los deudores soberanos, instituciones financieras internacionales, participantes del mercado y otras partes implicadas para desalentar las estrategias de los fondos buitre. Las ideas ya discutidas, como el uso de códigos voluntarios, el uso de CAC con características de agregación y, como último recurso, la introducción de una legislación nacional contra los fondos buitres cuidadosamente redactada, deben constituir los elementos clave de tal acción coordinada.

⁵⁷ IMF, *Sovereign Debt Restructuring—Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework - Executive Summary*, Washington D.C., IMF, 2013; GUZMAN M. ET AL., *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*, New York, Columbia University Press, 2016.

⁵⁸ BUCHHEIT, L.C., MITU GULATI, G., "Responsible Sovereign Lending and Borrowing", *UNCTAD Discussion Papers*, N° 198, 2010, p. 67.

⁵⁹ ALTMAN, E., BROOKS, B., RESTI, A., SIRONI, A., "The Link between Default and Recovery Rates: Theory, Empirical Evidence and Implications", *Journal of Business*, Vol. 78 (2005), pp. 2203-2228, 2211.

⁶⁰ PETERSON, L., "Who's Being Greedy? A Theoretical and Empirical Examination of Holdouts and Coercion in Debt Tender and Exchange Offers", *Yale Law Journal*, Vol. 103 (1993), pp. 505-535, 534.